شعبان محمد إسلام البرواري

بورصة الأوراق المالية

من منظور إسلامي

دراسة تحليلية نقدية



بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي؛ دراسة تحليلية نقدية/شعبان محمد إسلام البرواري.- دمشق: دار الفكر، ٢٠٠١.-٢٧٢ص؛ ٢٤سم.

١- ٢١٦,٣ ب ر و ب ٢- ٣٣٢,٦٤ ب ر و ب

٣- العنوان ٤- البرواري

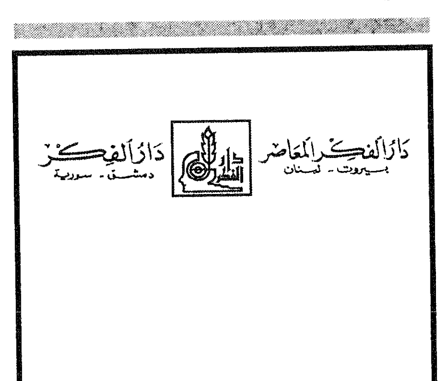
مكتبة الأسد

ع- ٢٠٠١/١١/٢٢٦٣

شعبان محمد إسلام البرواري

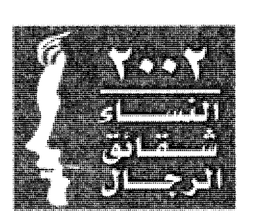
بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي

دراسة تحليلية نقدية



الرقم الاصطلاحي: ١٥٣١,٠١١
الرقم الدولي: ISBN: 1-57547-989-3
الرقم الموضوعي: ٣٣٠/٢١٠
الموضوع: دراسات إسلامية/الاقتصاد
العنوان: بورصة الأوراق المالية
من منظور إسلامي
التأليف شعبان محمد إسلام البرواري
الصف التصويري: دار الفكر - دمشق
التنفيذ الطباعي: المطبعة العلمية-دمشق
عدد الصفحات: ٢٧٢ ص
قياس الصفحة: ١٧×٢٥ سم
عدد النسخ: ١٠٠٠ نسخة

دار الفكر بدمشق
برامكة مقابل مركز الانطلاق الموحد
ص.ب: (٩٦٢) دمشق-سورية
فاكس: ٢٢٣٩٧١٦
هاتف: ٢٢٣٩٧١٧ - ٢٢١١١٦٦
Http://www.fikr.com
e-mail: info@fikr.com



الطبعة الأولى
ربيع الآخر ١٤٢٣هـ
حزيران (يونيو) ٢٠٠٢م

المحتوى

الموضوع | الصفحة

الموضوع الصفحة



شكر وتقديـــر

ربنا لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك، وعظيم سلطانك ومجدك، على ما أنعمت عليَّ من نعم لا تحصى.. منها توفيقك إيايَ لإنجاز هذا العمل على درب البحث العلمي..

أتقدم بالشكر والتقدير إلى أستاذي المشرف فضيلة الأستاذ الدكتور حسن عبدالله الأمين حفظه الله وأطال في عمره، لإشرافه على البحث، وعلى ملاحظاته القيمة، وتوجيهاته السديدة، وتصويباته الدقيقة، ونصائحه الطيبة، والتي لم يضن بها برغم الحادث الأليم -شفاه الله- وكان له الفضل في إخراج هذه الدراسة إلى حيز الوجود كاملة...جعل الله ذلك في ميزان حسناته يوم الدين.

كما أتوجه بالشكر والامتنان لأستاذي المشرف الثاني فضيلة الدكتور محمد فريد الشيخ، لملاحظاته وتوجيهاته القيمة، ولا سيما المتعلقة بالجانب الاقتصادي.

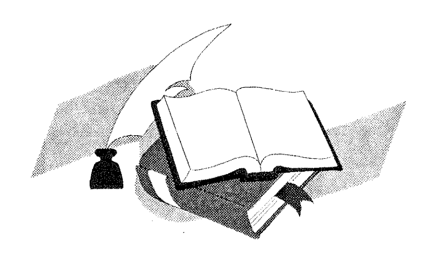
كما أقدم جزيل الشكر وخالص الامتنان إلى إدارة (**الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا**)، ولاسيما عمادة **كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية**، وبالأخص رئاسة قسم الفقه وأصول الفقه.

وأجزل الشكر وأوفره لرئاسة جامعة دهوك -**كوردستان العراق**- ومركز

البحث العلمـي والأسـاتذة الأفـاضل في (**كليـة الشـريعة والدراسـات الإسـلامية في جامعة دهوك/كوردستان العراق**).

والشكر موصول إلى فضيلة أستاذنا الدكتور **مصطفى مسـلم الكـوردي**، ثنـاءً على ما بذله مـن جهـد جهيـد في سـبيل تذليـل صعوبـات دراسـتي، والإمسـاك بأيدينا تربيةً، وتعليماً، وتوجيهاً..

كما أتوجه بخالص شـكري وتقديـري إلى كـل الزمـلاء الأفـاضل الذيـن لـم يدّخـروا وسـعاً في التعـاون والمشـاركة، وقـد أدلـوا بملاحظـاتهم في تقويـم هـذا البحث وإغنائه...





أهدي هذا الجهد إلى:

- رواد العلم الشرعي.
- دارسي الاقتصاد الإسلامي.
- دعـاة الإصـلاح والتصحيـح في كوردستان.

شعبان محمد إسلام البرواري



الفصل الأول
مقدمة البحث

توطئة

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله وعلى آله وصحبه ومن والاه...

إن مما لا شك فيه أن المال قوام الحياة، وضرورة من ضرورياتها، وأن السعي لكسبه والعمل على تنميته واجب لا يستقر معاش ولا تهنأ حياة من دونه. وقد وضع الإسلام قواعد وأحكاماً خاصة بالمال، كسباً، وتمليكاً، وإنتاجاً، وتنميةً، واستهلاكاً، حيث يقول الله تعالى: ﴿فامشوا في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور﴾ [الملك: ١٥/٦٧] ويقول: ﴿فإذا قضيت الصلاة فانتشروا في الأرض وابتغوا من فضل الله﴾ [الجمعة: ١٠/٦٢].

ويعطي الإسلام المال الخاص حق المال العام في حمايته وحفظه ويصفه بأنه قوام الحياة، وإلى ذلك وجه الخطاب إلى الأمة: ﴿ولا تؤتوا السفهاء أموالكم التي جعل الله لكم قياماً وارزقوهم فيها واكسوهم وقولوا لهم قولاً معروفاً﴾ [النساء: ٥/٤]. ففيها دليل الحفظ، وكذلك دليل التنمية في قوله تعالى: ﴿وارزقوهم فيها﴾ وليس منها.

ولقد شرع الله سبحانه وتعالى لتداول المال نظام المعاملات، فقد جاء

الإسلام والناس يتعاملون على أساس المنفعة، ولو كان على حساب الإضرار بالآخرين، فأخذ ينظم معاملاتهم؛ فحرم منها ما حرم، وأحل منها ما أحل، وعدل منها ما عدل، فأحل البيع وحرم الربا، ووضع للبيع والشراء قواعد عامة وشروطاً وضوابط، وأخلاقيات للعقود والتعامل التجاري، ليعود النفع على البائع والمشتري معاً وليزيد الإنتاج أيضاً.

والسوق هو الإطار الذي تتم فيه عادةً عملية البيع والشراء وأنواع مختلفة من المعاملات. ونظراً لأهمية السوق وتأثيره على الاقتصاد، أمر الرسول صلى الله عليه وسلم ببناء سوق إسلامي في المدينة بديلاً عن سوق اليهود، والتي كانت تجري فيه المعاملات المحرمة. وكان صلى الله عليه وسلم يمر بنفسه على السوق لمراقبة العمل التجاري، واستمر هذا الاهتمام في عهد الصحابة والتابعين، وتطورت الأسواق في ظل النظام الإسلامي.

وأما في عصرنا الحديث فبعد أن تعرض المسلمون للتراجع الحضاري، وتخلفوا عن ركب التطور الذي حصل في جميع مجالات الحياة، لم يثبتوا لأنفسهم شهوداً حضارياً وخصوصاً في الجانب الاقتصادي، حيث بات الفقه الإسلامي فقهاً نظرياً، ضعيف الصلة بالواقع ومستجداته المعاصرة، فنشأت المعاملات الحديثة بعيدة عن التكييف الفقهي، وظهرت أسواق غير منضبطة بالشرع. ومن تلك الأسواق، بورصة الأوراق المالية التي تؤدي في ميدان الحياة الاقتصادية دوراً خطيراً، إذ يعقد فيها أكبر الصفقات التجارية التي تمثل الجزء الأكبر من ثروات البلاد. حيث إن أهم موارد البلاد تتجه إلى البورصة لتكون سوقاً لها، وعن طريقها يتم تصريف هذه الموارد، فإذا لم تكن أعمال البورصة خاضعة لنظم وضوابط شرعية، فإنها قد تتحول إلى مسرح للعبث بثروة البلاد ومجالاً للكسب الحرام.

تُعدُّ البورصة سوقاً مستمرةً، حيث يلتقي فيها البائع والمشتري، فيجد البائع

سوقاً لبيع أوراقه وبضائعه، ويجد المشتري سوقاً لشراء ما يريد، وتتحدد في البورصة الأسعار نتيجة لقانون العرض والطلب. فمن المعلوم أن الحاجات تحتاج إلى إشباع، والإشباع يتحقق بالشراء، وهذا هو جانب الطلب، ويتحدد الطلب بمقدار المنفعة من الحصول على السلعة. والموارد الاقتصادية تدر السلع بتضافر عناصر الإنتاج ثم بيعها، وهذا هو جانب العرض الذي يتحدد بعوامل منها مقدار التكاليف اللازمة لإنتاج السلعة. وأن المؤشر لتحقيق التوازن بين قوتي العرض والطلب هو الثمن الذي يحدد توزيع الدخل على الحاجات، لتحقيق الإشباع، وتوزيع رأس المال على عناصر الإنتاج لتحقيق الإنتاج.

ومن هذا المنطلق يحاول الباحث الخوض في طبيعة العمل في بورصة الأوراق المالية والوظائف التي تقوم بها، والعمليات التي تجري فيها، وذلك بدراستها وتحليلها ونقدها من منظور إسلامي، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام شرع الله وبيان ما يمكن تعديله ليوافق شرع الله، وما لا يمكن تعديله لإلغائه. وبذلك ستتضح معالم بورصة أوراق مالية إسلامية تعمل في خدمة التمويل والاستثمار، وزيادة الإنتاج وانتعاش الاقتصاد، بدلاً من أن تكون سوقاً لتقلب الأسعار والربا والتأثير على الحياة الاقتصادية للمجتمع، على حساب عدد محدود من الناس. والله الموفق لكل أمر وهو من وراء القصد.

أهمية البحث

تكمن أهمية هذا البحث في تحقيق الأهداف الآتية:

١-بيان أهمية البورصة في الحياة الاقتصادية حيث إنها تسهل عملية البيع والشراء، فإذا لم تكن الأموال حاضرة فإنها تسهل على المتعاملين الاتجار دون توقف، وإنها أداة لتصريف السلع والبضائع دون تعقيد أو تعويق.

٢-بيان عرضها أنواع المعاملات التي تجـري في بورصـة الأوراق الماليـة، ثـم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي.

٣- بيان الصيغ الشرعية التي تكتمل بها بورصة الأوراق المالية الإسـلامية في مسائل الأسهم والسندات والصكوك والعقود الخاصة، لأجل إقامة السوق وفق الضوابط الشرعية.

٤-بيـان آراء علمـاء الاقتصـاد حـول شـركة المسـاهمة ودورهـا في التنميـة والاستثمار، وعلاقتها بالأسهم والسندات ومقارنتها بآراء الفقهاء.

٥-بيان التكييف الفقهي لسـندات المقارضـة ومـدى علاقتهـا بربـا الديـون، وبيان الفرق بين المضاربة في الفقه الإسلامي وبورصة الأوراق المالية.

٦- بيان ضوابط وشروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وذلك من خـلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنمـوذج بورصـة الأوراق الماليـة العصريـة، لتنميـة المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشرع، ولتكون هـي الغالبـة مـن بـين مجمـوع المعاملات، إلى أن تأخذ جميع المعاملات الصيغة الإسلامية بإذن الله.

* * *

الدراسات السابقة

نظراً لعدم وجود البورصة التاريخية في ظـل النظـام الإسـلامي وبهـذا الإطـار العصري، لذا لم يجد الباحث حديثاً عن هذا الموضوع في الكتب الفقهية القديمة، حيث إن في تلك الكتب حديثاً عن البيـوع والمعـاملات التي كـانت سـائدة في تلك العصور، مع بيان الإطار الفقهي لكـل معاملـة مسـتجدة في أي عصـر مـن العصور. ويندرج تحت تلك البيـوع بعـض البيـوع التـي تجـري الآن في بورصـة

الأوراق المالية. أي إننا نتلمس بعض النظائر الفقهية لدى الفقهاء القدامى لتطبيقها على المعاملات المالية في سوق البورصة.

ولكن هناك معاملات وعمليات تجري في بورصة الأوراق المالية تعتبر من الأمور المستجدة، التي تحتاج إلى تكييف فقهي معاصر، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى وجد الباحث أن أغلب المصادر المعاصرة حول هذا الموضوع ألفت باللغة الإنكليزية، وتعبر عن وجهة نظر الغرب في العمليات التي تجري في البورصة. أما المراجع الإسلامية المعاصرة حول هذا الموضوع فنادرة، وجل ما وجده إنما هو فقرات في كتب أو مجلات إسلامية تناولت جزئيات متناثرة منه، الأمر الذي يقتضي من الباحث مراجعة المصادر والمراجع الإسلامية لغرض التأصيل الفقهي للبيوع التي تجري في البورصة، وأما المصادر والمراجع الإسلامية الحديثة والمراجع الإنكليزية فتستخدم بهدف جمع الشذرات المتناثرة حول هذا الموضوع، ومن ثم دراسة وتحليل تلك الآراء بعد جمعها وتبويبها وتصنيفها.

فمن الدراسات السابقة حول هذا الموضوع، والتي استطاع الباحث الاطلاع عليها: كتاب (**أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**)[١] لصاحبه سمير عبد الحميد رضوان، تناول الكاتب في كتابه هذا دور الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، مبيناً مفهوم السوق والبورصة وأنواعها، ومعايير الكفاية فيها، والقوانين التي تحكمها، وأشار إلى أنواع البيوع التي تجري في البورصة وموقف الفقه الإسلامي فيه، بيد أنه لم يوسع في ذلك بل طرحه في فصل واحد فقط. لقد توسع في تحليله للسوق في الاقتصاد الرأسمالي، وربط ذلك بالتنمية الاقتصادية، ولم يتطرق إلى تحديد شروط لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، لذلك ما يقدمه الباحث هو تفصيل ما يجري في البورصة من عمليات

(١) رضوان، سمير عبدالحميد: **أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية**، (فيرجينيا: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط١، ١٩٩٦م).

ومعاملات، وتحليلها من منظور إسلامي، وتحديد إطار لسوق أوراق مالية إسلامية، وهو ما اقترحه صاحب هذا الكتاب في جملة التوصيات والمقترحات.

وقد تطرق الدكتور علي أحمد السالوس في كتابه: (**المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الشريعة الإسلامية**)[١] - وهو كتاب مكون من مجموعة بحوث ومحاضرات- إلى أعمال البورصة بصورة وجيزة. ففي ضمن مجموعة محاضرات، خصص محاضرة لأعمال البورصة في الفقه الإسلامي، حيث تناول في محاضرته أعمال البورصة بصورة وجيزة، وبيَّن حكم الشرع في بعض المعاملات التي تجري في البورصة دون تفصيل وتوثيق علمي، وذلك نظراً لطبيعة العرض، حيث لم يتطرق إلى إعطاء صورة عن البورصة، وعن أنواعها ووظائفها، ويمكن أن يعتبر الباحث هذا الكتاب أحد المفاتيح لتفصيل هذا الموضوع.

وقد تناول صاحب كتاب: (**تمويل المشروعات في ظل الإسلام**)[٢] أشكال المشروعات وتمويلها حديثاً في باب، وبيِّن أن أحد أدوات التمويل الحديثة هي البورصات، ومن خلالها تطرق إلى تعريف البورصة ووظائفها وخصائصها في مبحث واحد فقط، وفي الباب الثاني تناول أشكال المشروعات وتمويلها في الإسلام، وتطرق إلى أن أحد أدوات التمويل الإسلامية الحديثة هي البورصات، وتحدث عن البورصة والسوق في عهد الرسول صلى الله عليه وسلم ووجه الشبه بينهما.

وقد تطرق الدكتور أحمد شلبي كذلك في كتابه: (**الإسلام والقضايا الاقتصادية المعاصرة**)[٣] ، إلى شهادات الاستثمار والمضاربة المشتركة، وتصدر

---

(١) السالوس، علي أحمد: **المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الشريعة الإسلامية**، (الكويت: مكتبة الفلاح، ط١، ١٩٨٦م).

(٢) مكي، علي سعيد عبدالوهاب: **تمويل المشروعات في ظل الإسلام**، (د. م: دار الفكر العربي، د. ط. ت).

(٣) شلبي، أحمد: **الإسلام والقضايا الاقتصادية المعاصرة**، (القاهرة: دار الاتحاد العربي، ط١، د. ت).

كتابه بدراسة الربا وعلاقته بالقروض، وتناول أيضاً الأسهم وحكم الشرع فيها والتعامل بها، وتطرق إلى تعريف البورصة وأنواعها، وبيَّن أيضاً رأي الفقه في السمسرة، ولكن بصورة وجيزة جداً.

وقد تناول الدكتور يوسف كمال محمد في الباب الرابع من كتابه: (**فقه الاقتصاد الإسلامي**)[١] ، أحكام السوق، حيث تطرق إلى بيان أنواع الأسواق القديمة والمعاصرة، وأدرج البورصة تحت الأسواق غير المرغوب فيها، وتطرق إلى تعريفها (البورصة) وأنواعها بإيجاز، وبيَّن في مجموعة نقاط عمليات البورصة وما تميزها من غيرها من الأعمال، وتطرق إلى الآثار السلبية للبورصة على الأسعار بصورة خاصة، وعلى الاقتصاد بصورة عامة، وهذا كله في خمس صفحات فقط حيث يحتاج إلى التفصيل والتوسيع والتطوير.

وأما في مجال إصلاح البورصات فقد تناول البروفيسور الفرنسي موريس آليه في كتابه: (**الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد**)[٢] ، وهذا الكتاب في الأصل كان محاضرة ألقاها في المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة، وترجم إلى العربية. فقد تناول الدكتور موريس المواضيع التالية: ضرورة الإصلاح النقدي والمالي من خلال: إصلاح النظام المصرفي والمالي، إصلاح الربط القياسي، وإصلاح البورصات (المصافق).حيث بيّن الآثار السلبية للبورصات إن لم يجر فيها إصلاحات، كالإفراط في تمويل المراهنات، والتسعير المستمر، والمراهنة على الأرقام القياسية لأسعار المصافق والانعكاسات النفسية للتقلبات في المصافق.

وفي مجال تطوير سوق أوراق مالية إسلامية، تناولت الباحثة سهى شوكت

---

(١) محمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، (الكويت: دار القلم، ط١،١٩٨٨م).

(٢) آليه، موريس: **الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد**، (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

معاد في الفصل الخامس من كتابها: (**البنوك الإسلامية حول العالم**)[١] ، ماهية وأهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية ونظرة المصارف الإسلامية إلى الأسواق المالية القائمة حالياً والجهود الرامية إلى تطوير الأسواق المالية الإسلامية، ولكنها لم تتطرق إلى العمليات التي تجري فيها، لذلك يرى الباحث أن هذا الفصل يحتاج إلى تفصيل وتطوير. وفي الفصل السادس تناولت موضوع المصارف الإسلامية والتقنية المعلوماتية، واستخدامها في المصارف وسوق أوراق المال، ولكنها لم تتطرق إلى الحكم الشرعي والمنظور الفقهي لاستخدام التقنية في المعاملات والتجارة.

وفي بحث بعنوان: (**تطوير سوق مالي إسلامي**)[٢] من إعداد إسماعيل حسن محمد، هناك إشارات إلى البديل الإسلامي لبورصة الأوراق المالية، حيث تناول الباحث في بحثه هيكل سوق المال في الإسلام، وتطرق إلى ركائز السوق، المؤسسات والأدوات والسياسات، بصورة وجيزة ومختصرة جداً. وفي أثناء بحثه تطرق إلى موضوع الأسهم والسندات، واعتبرهما من المعاملات الطويلة الأجل في السوق، وفي أثناء مطلب قصير في بحثه تطرق إلى بورصة الأوراق المالية والبديل الإسلامي لها، لكنه لم يفصل فيه، لذا وجد الباحث أن يفصل في ذلك.

وفي بحث آخر أيضاً بعنوان: (**نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم**)[٣] لسيف الدين إبراهيم تاج الدين، إشارات إلى طبيعة التداول في سوق إسلامية للأسهم، فقد تناول الباحث المبادئ العامة التي تكيّف طبيعة التداول في سوق إسلامية للأسهم، ويقوّم من النَّاحيَتيْن الشرعية والاقتصادية نموذج سوق الأسهم

---

(١) معاد، سهى شوكت: **البنوك الإسلامية حول العالم**، (بيروت: دار الآفاق الجديدة، ط١، ١٩٩٦م).

(٢) محمد، إسماعيل حسن: **تطوير سوق مالي إسلامي**، بحوث مختارة من المؤتمر الأول للبنوك الإسلامية المنعقد في إستنبول، (د. م: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ط١، ١٩٨٧م).

(٣) تاج الدين، سيف الدين إبراهيم: نموذج إسلامي لسوق الأسهم، **مجلة أبحاث الاقتصادي الإسلامي**، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، دار النشر العلمي، المجلد ٣، العدد ١، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م.

الرأسمالية الحرة. ثم يناقش دعوى ومعايير كفاءة الأسواق المالية الرأسمالية مستعرضاً في ذلك نظريات كوتنر (*P. Cootner*) وسامولسون (*P.A Samuelson*) وكينز (*J.M. Keynes*) في الموضوع، وطبيعة العلاقة بين هاتين الفئتين تجعل السوق من دون منظم داخلي يحد من الجهالة والغرر ولا يحقق الكفاءة.

نظراً لما سبق من عرض لبعض الدراسات السابقة التي استطاع الباحث الحصول عليها حول هذا الموضوع، تبين للباحث أن هذا الموضوع يحتاج إلى صياغة جديدة يتسم بالشمول في الاستقراء والتعديل، والتحليل والتوسيع. وهذا ما دفع الباحث للخوض في غمار الموضوع.

أسئلة البحث

يحاول الباحث في بحثه هذا، الإجابة عن السؤال الآتي: ما الحكم الشرعي في أعمال بورصة الأوراق المالية؟

وتتفرع من هذا السؤال المركزي مجموعة أسئلة منها:

١ – ما العمليات المالية التي تجري في بورصة الأوراق المالية؟ وما حكم الشرع في تلك العمليات؟

٢ – هل تجري عقود المضاربة الشرعية في البورصة؟ وما الفرق بين المضاربة في البورصة والمضاربة الشرعية؟

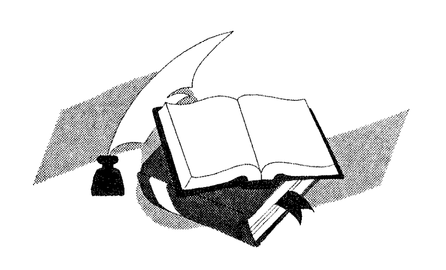
٣ – كيف يتم بيع وشراء الأسهم والسندات؟ وما التكييف الشرعي لعمليتي البيع والشراء ؟ وهل يمكن إجراء تعديل في بعض الصور المحرمة لتكون متفقة مع أحكام الشريعة؟

٤ – ما الآثار السلبية والإيجابية لبورصة الأوراق المالية؟

منهجية البحث

المنهج الذي يتبعه الباحث في دراسته لهذا الموضوع هو المنهج الوصفي التحليلي النقدي، وذلك من خلال وصف بورصة الأوراق المالية، وما يجري فيها من معاملات وعمليات، وما تقوم به من وظائف، ثم تحليل تلك الوظائف والعمليات والمعاملات على ضوء الفقه الإسلامي، ونقدها، وبيان ما يوافق الشرع لتنميتها والاستفادة منها، وما يخالف الشرع لاجتنابها، والابتعاد عنها، وتعديل ما يمكن إحداث التعديل فيه ليوافق الشرع ويستفاد منها. كذلك يقوم الباحث بعرض آراء علماء الاقتصاد حول العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية، ومن ثم تحليل تلك الآراء ونقدها في ضوء المنظور الإسلامي.

وفي سبيل التوصل إلى ذلك، تهتم هذه الدراسة بالرجوع إلى المصادر والمراجع الأصلية في الفقه الإسلامي، للتأصيل الشرعي للعمليات التي تجري في البورصة، وكذلك المراجع المعاصرة التي تتعلق بالاقتصاد الإسلامي، وخاصة المتعلقة منها بسوق الأوراق المالية، لتحليل آراء العلماء المعاصرين حول المسائل الاقتصادية المستجدة في هذه القضية. وكذلك الرجوع إلى المصادر الأجنبية لمعرفة آراء علماء الاقتصاد في هذا الموضوع، وذلك لنجمع في هذه الدراسة وهذا التحليل بين الأصالة والمعاصرة، لتقديم نظرة إسلامية واعية ومنفتحة حول ما يجري في بورصة الأوراق المالية من معاملات لا يمكن الاستغناء عنها.



الفصل الثاني

أضواء على البورصة

يناقش هذا الفصل البورصة بصورة عامة، وبورصة الأوراق المالية بصورة خاصة، وذلك في مباحث ثلاثة:

الأول - البورصة مفهومها وتأريخ نشأتها.

والثاني - البورصة (شروطها وأنواعها ووظائفها).

والثالث - الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية، وتحليلها من الناحيتين الاقتصادية والشرعية.

المبحث الأول: البورصة مفهومها ونشأتها

يتناول هذا المبحث البورصة في اللغة والاصطلاح، ونبذة عن تاريخ نشأة بورصة الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم البورصة في اللغة والاصطلاح

أولاً: مفهوم البورصة بصورة عامة

١- البورصة في الاشتقاق اللغوي:

البورصة كلمة فرنسية تعني كيس النقود. وسبب إطلاق لفظ البورصة على

السوق التي تعقد فيها الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية يرجع إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس[١].

يقال أن كلمة البورصة (*Stock Exchange*) مشتقة أصلاً من أحد المصدرين التاليين:

١ – فندق في مدينة بروج (*Bruge*) ببلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم.

٢ – نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج (*Bruge*) ببلجيكا معروفة بـ(*Van Der Burse*) حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون للاتجار في أعمالهم[٢].

٢– البورصة في الاصطلاح الاقتصادي:

وللبورصة تعريفات عدّة لاعتبارات متعددة (المكان، الاجتماع، نوع العمليات):

١ – المكان الذي تنعقد فيه اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية[٣]. وقد عرف محمد فريد

(١) عبد المتعال زكي: **الاقتصاد السياسي**، ص١٢، نقلا عن: شبير. محمد عثمان: المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص ١٦١-١٦٢. (الأردن: دار النفائس، ط٢، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م) وانظر: مكي، علي سعيد عبد الوهاب، **تمويل المشروعات في ظل الإسلام دراسة مقارنة**، ص ١٠٨. (د. م: دار الفكر العربي، د. ط. ت).

(٢) الخضيري، محسن أحمد: **كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة**، (القاهرة: دار إيتراك، ط١، ١٩٩٦م) ص٢٣. وانظر: نوفل، حسن صبري: **الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ١٠٠، ١٩٩٦م، ص٨١-٨٢. وشلبي، أحمد: **الإسلام والقضايا الاقتصادية الحديثة**، ص٧٩ (القاهرة: د. ن. ط. ت).

(٣) سليمان، أحمد يوسف: رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية** =

وجدي البورصة بأنها النادي الذي يجتمع فيها في ساعات محددة تجار مدينة وصيارفتها وسماسرتها للتعامل[١] .

٢ - الاجتماع الذي يعقد لأجل القيام بعمليات بيع وشراء البضائع والأوراق المالية[٢] .

٣ - مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضراً (وجود عينة منه) أو غائباً عن مكان العقد، أو حتى لا وجود له أثناء العقد، (معدوم) لكن يمكن أن يوجد[٣] .

وقد عرفها آخرون بأنها: سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعاً وشراءً، بمختلف الأوراق المالية وبالمثليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد، وذلك بموجب قوانين ونظم، تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل[٤] .

لقد حدد مفهوم البورصة بصورة شاملة الدكتور محسن الخضيري حيث يقول: «فالبورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام

= **والعملية للبنوك الإسلامية**، (د. م: الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، ط١، ١٩٨٢م)، مج١/ج٥، ٣٩١.

(١) وجدي، محمد فريد: **دائرة معارف القرن العشرين**، (بيروت: دار المعرفة، ط٣، د. ت)، مج٢/٣٩٣.

(٢) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٢.

(٣) سليمان: رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج١/ج٥، ٣٩١.

(٤) أحمد، محيي الدين أحمد: **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، ص٨٩ (البحرين: بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط١، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٦م) وانظر: عبد المتعال زكي: **الاقتصاد السياسي**، نقلاً عن شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص١٦١-١٦٢. وعاشور، السيد محمد: **التمويل في الإسلام**، ص٧٢ (القاهرة: د. ن. ط، ١٩٧٥م)، بإضافة (دون الحاجة إلى التسليم أو نقل البضائع بالذات أو دفع الثمن فوراً).

بعمليات تبادل بيعاً وشراءً.. ويتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتجدد بناء عليها الأسعار سواء صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً. كما يتم خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر، وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها، وتحليل هذه الاتجاهات، والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل، ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها: المالية..القانونية.. الاقتصادية، من حيث: تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة البائع والمشتري. وتيسير إتمام عملية نقل الملكية والتسجيل القانوني لعملية البيع أو للشيء المباع. وتيسير إتمام عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع في الأصل الذي تم بيعه»[١] .

٣ - البورصة في الاصطلاح القانوني:

لقد عرف قانون التجارة الفرنسي البورصة (مادة ٧١) بأنها: مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة[٢] .

ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة، تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي[٣] ، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة[٤] . مهمته مراقبة تنفيذ القوانين وحضور اجتماعات لجان البورصة، وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو الصالح العام[٥] .

---

(١) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٠.

(٢) وجدي: **دائرة معارف القرن العشرين**، ج٢/٣٩٣.

(٣) يتم التقاضي عن طريق اللجنة العليا للبورصة، فهي التي تتولى التقاضي عن طرفي المعاملة التي تمت فيها.

(٤) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٨-٢٩.

(٥) المرجع السابق، ص٢٩.

ثانياً: مفهوم بورصة الأوراق المالية

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد. كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم: (بورصة الأوراق المالية).

وقبل أن نعرف بورصة الأوراق المالية، نبدأ بتعريف مصطلحات ذات صلة بها، وهي: السوق والأوراق والمال.

١ – السوق (*Market*)

للسوق في اللغة معان متعددة منها: موضع البياعات، قال ابن سيده: السوق التي يتعامل فيها، تذكر وتؤنث[١] . وجاء بهذا المعنى في قوله تعالى: ﴿وقالوا ما لهذا الرسول يأكل الطعام ويمشي في الأسواق﴾ [سورة الفرقان: ٧/٢٥].

المفهوم المباشر أو التجاري للسوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لتبادل سلعة معينة[٢] .

أما المفهوم الاقتصادي للسوق فيعني به المؤسسات والإجراءات التي تجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، سواء تم ذلك داخل السوق المنظمة (البورصة)، أو تم داخل السوق غير المنظمة (خارج البورصة) عن طريق الوسطاء من سماسرة ووكلاء[٣] .

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، (بيروت: دار صادر، د. ط. ت)، ج١٠/١٦٧-١٦٨. وانظر: الفيروزآبادي: **القاموس المحيط**، ص ٨٠٦ (بيروت: دار الفكر، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م)، والرازي، أبو بكر: **مختار الصحاح**، (بيروت: دار الفكر ١٤٠١هـ =١٩٨١م) ص٣٢٢.

(٢) محمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٣١٥ (الكويت: دار القلم، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م). وانظر: عاشور، السيد محمد: **التمويل في الإسلام**، ص٦٩. والشرباصي، أحمد: **المعجم الاقتصادي في الإسلام**، ص٢٣١ (د. م: دار الجيل، ط١،١٤٠١هـ،١٩٨١م).

(٣) عمر، محمد عبد الحليم: الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٢، ص٦١ السنة ١٧، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م.

١- الأوراق (*Stocks*)

الورق في اللغة-بفتحتين- المال من إبل ودراهم وغيرها. والوَرِق: الفضة، مضروبة كانت أم غير مضروبة كدراهم. ورجل ورّاق: كثير الدراهم(١) .

الورقة في الاصطلاح الاقتصادي (*Paper*): كمبيالة، سفتجة، أو: كل سند يشكل ركيزة لدين، أو لحق بالملكية يمكن أن يكون محل تداول واسع في أسواق رؤوس الأموال(٢) ، والأوراق التي تمثل الملكية هي الأسهم، والتي تمثل المديونية هي السندات.

أوراق (*Notes*): وسائل تمويل على شكل كمبيالات قصيرة الأجل (من ٣٠-٨٠ يوماً) أو على شكل سندات متوسطة الأجل (من ٣-٥ سنوات). وهي متداولة عموماً في بريطانيا(٣) .

الورقة المالية: (*Financial Paper*):

كمبيالة أو سند لأمر يتم إصداره تجسيداً لفتح اعتماد ما. يقال عن الورقة إنها مالية عندما يتعلق الأمر بسندات منشأة بمناسبة اعتمادات قابلة لإعادة الحسم، لكنها غير ممثلة لديون تجارية(٤) .

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ج١٠/٣٧٤-٣٧٥. وانظر: الرازي: **مختار الصحاح**، ص٢٩٩. والزبيدي، محمد مرتضى: **تاج العروس**، ج٧/٨٥ (د. م: د. ن. ط. ت)، ومجمع اللغة العربية: **المعجم الوسيط**، ج٢/١٠٦٨ (د. م: دار عمران، ط٣، د. ت)، والشرباصي: **المعجم الاقتصادي الإسلامي**، ص٤٧٧.

(٢) باز، فريدي وصادر، مكرم وأبي صالح، جورج: **معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية**، ص٢٦٣-٢٦٤ (د. م: اتحاد المصارف العربية، ط١، ١٩٨٥م).

(٣) المرجع السابق، ص٥١.

(٤) باز: **معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية**، ص٢٦٣-٢٦٤.

الأوراق المالية والفرق بينها وبين الأوراق التجارية

إن الأوراق المالية، كأوراق مكتوب عليها بيانات ليست هي محل التعامل في الحقيقة، وإنما محل التعامل هو ما تحمله هذه الأوراق من حقوق مالية.

تعرف الأوراق المالية بأنها: صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات، أو الحق العائد فقط مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات[١].

والأوراق التجارية: صكوك تمثل نقوداً، وتقوم مقامها في وفاء الديون بسبب سهولة تداولها بطريقة التظهير والمناولة، وهي واجبة الدفع في وقت معين، وتطلق على الكمبيالات والسند الأذني والشيك[٢]، لأنه يغلب استعمال هذه الأوراق في محيط التجارة، وهذه التسمية من شأنها أن تميزها عن الأوراق المالية كالأسهم والسندات[٣].

---

(١) عمر، محمد عبد الحليم: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٤، السنة ١٧، ص٢٢.

(٢) الكمبيالة (*Bill of Exchange*): صك يأمر فيه الساحب أي محرر الكمبيالة شخصاً يسمى المسحوب عليه أي المدين بدفع مبلغ من النقود في تأريخ معين لشخص معين، أو لحامل الصك ويطلق عليه اسم المستفيد.

السند الإذني (*Promissory note*): صك يتعهد فيه شخص يسمى المحرر بدفع مبلغ معين في تاريخ معين لشخص آخر يسمى المستفيد.

الشيك (*Cheque*): صك يأمر فيه الساحب المسحوب عليه بدفع مبلغ من النقود من حسابه لديه إما إلى الساحب نفسه، وإما إلى شخص آخر، وإما لحامله. انظر: عمر، حسين: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٦١، و٢٨٥، و٣٦١ (القاهرة: دار الفكر العربي، ط٤، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م)، والهمشهري، مصطفى: **الأعمال المصرفية والإسلام**، ص١٩٠-١٩١ (القاهرة: الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، د. ط، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م).

(٣) شلبي: **بورصة الأوراق المالية**، ص٣٤ (د. م: مكتبة النهضة المصرية، ط١، د. ت)، نقلاً عن: حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ص٩٧. وانظر: سراج، محمد أحمد: **الأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية**، ص٤٣ (القاهرة: دار الثقافة، د. ط، ١٩٨٨م) وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، ص١٩٩-٢٠٠.

٣ – المال:

المال في اللغة من مصدر(مَوَلَ): ما ملكته من جميع الأشياء، والمال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان والمنافع أيضاً عند جمهور الفقهاء[١] .

المال: كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان، أو منافع أعيان، وجمعه أموال[٢] .

ويطلق رجال الأعمال المال على النقود أو ما يقوم مقامها مثل الأوراق التجارية. ويعرفه آخرون بأنه: (الثروة التي تغل لصاحبها دخلاً)[٣] .

بورصة الأوراق المالية (*Stock Exchange Market*)

لقد عرّفت بورصة الأوراق المالية بتعريفات عدة:

١ – المكان الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية نقداً أو بالقسط على يد وسطاء رسميين ويقال أيضاً بورصة القيم المنقولة[٤] .

٢ – سوق مستمرة، يجتمع فيها المشترون والبائعون الذين يرغبون في التعامل بشراء وبيع سندات الحكومة وأسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة، وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين[٥] .

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ج١١/٦٣٥. والرازي: **مختار الصحاح**، ص٢٦٦.والزبيدي: **تاج العروس**، ج٨/١٢١.

(٢) مجمع اللغة العربية: **المعجم الوسيط**، ج٢/٩٢٧.

(٣) الجمال، محمد عبد المنعم: **موسوعة الاقتصاد الإسلامي**، ص١٢٤ (بيروت: دار الكتب الإسلامية، ط٢، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م).

(٤) باز، فريدي: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٤٠. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٦. وهيكل، عبد العزيز فهمي: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٨٠٩ (بيروت: دار النهضة العربية، ط٢، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م) وانظر:
Peter, Collin. *Dictionary of Banking and Finance,* 1st ed (London: Peter Collin Publishing Ltd, 1991) P. 231.

(٥) مكي، علي سعيد: **تمويل المشروعات في ظل الإسلام**، ص ١٠٨ (د. م: دار الفكر العربي، د. ط. ت). وانظر:
Webster's New World Encyclopedia, 1st ed (New York: Prentice Hall, 1993) P.788.

٣ - سوق منظمة لتداول الأوراق المالية، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات[(١)] .

من الملاحظ أن هذه التعاريف لم تعط الدور التنموي للبورصة، حيث اقتصرت على جعلها المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون ومجموع العمليات التي تنعقد فيها. فقد أجريت دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمّان المالي أعطيت الدور التنموي للبورصة، حيث عرفت بأنها: ((السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد))[(٢)] .

المطلب الثاني: نبذة عن تاريخ نشأة بورصة الأوراق المالية[(٣)]

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (*Collegin Marcaterum*) في القرن الخامس قبل الميلاد. وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في (أثينا)، وكانت هناك أسواق للعرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، وصيفية إلى الشام، وإلى ذلك أشار القرآن الكريم ﴿لإيلاف قريش، إيلافهم رحلة الشتاء والصيف﴾ [قريش: ١٠٦/١ - ٢]، كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى

---

(١) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨١-٨٢. وانظر:
Donglas, Greenwald. *Encyclopedia of Economic* (New York: MC Graw, Hall company, 1982) P.896.& John, Downes. *Dictionary of Finance and Investement Terms,* 3rd ed (New York: Barron's, Educational Series, Inc, 1991) P.436.

(٢) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: **أسواق الأوراق المالية العربية**، ص٣٢٧. نقلا عن: أحمد، محيي الدين: أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية، ص٢٣-٢٤.

(٣) البساط، هشام: **الأوراق المالية الدولية**، ص٢٠، نقلا عن: أحمد، محيي الدين: عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ص٩٠. وانظر: رضوان، سمير عبدالحميد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٨-٢٩ (القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط١، ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م).

يسمونه(بازار) يعرض فيها التجار أمتعهم ويتفقون فيها على الأسعار. أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدنية بروج (*Bruge*) البلجيكية. وأصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. ففي عام ١٣٠٠م أقيمت بورصة في مدنية بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة ١٤٨٥م، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس في مدينة أنتورب (*Antorp*) الفلندرية[١]. حيث تم توسيعها في ١٥٣١م، فاستوعبت التجارة من كل صوب وحدب.

لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بهياكلها ونظمها وإدارتها اليوم بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق، يمكن تقسيمها نظرياً إلى أربعة مراحل:

١ - مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تموينا منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقتضى هذا وجود سوق عالمي للاتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الاتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع[٢].

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٨-٢٩.

(٢) سليمان: رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج١/ج٥، ٣٩١.

فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام ١٣٠٤م، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام (١٦٠٨م)، التي كانت مركزاً للسوق الآجلة في البضائع[(١)] .

٢- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. وفي إنكلترا، سنة ١٦٨٨م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام ١٥٩٩م[(٢)] .

٣ - مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريباً من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة. ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي، كقهوة (جوناثان)[(٣)] . وفي أمريكا في عام ١٧٩٠م خلال حرب الاستقلال أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد، وكان التعامل في هذه الصكوك في المقاهي والطرقات. وكان السماسرة

---

(١) **الموسوعة العربية العلمية**، مج٥/٢٤١ (السعودية: مؤسسة أعمال الموسوعة، ط١، ١٤١٦هـ،١٩٩٦م). البورصة الملكية تقع في النشاط المالي والتجاري في لندن، اقترح السير جريشام سنة ١٥٣٥م بناء هذه البورصة، وفي ١٥٦٦م شرع ابنه السير توماس ببناء هذه البورصة.

(٢) أحمد، محيي الدين أحمد: **أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٧-٢٨ (جدة: مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط١، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م)، (بتصرف يسير).

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩. وانظر: **الموسوعة العلمية** مج٢/٢١٠٧ (د. م: شركة إنماء، د. ط، ١٩٨٦م).

يجتمعون تحت شجرة في شارع وول (*Wall Street*) ، ثم انتقل التعامل إلى قهوة (تونتين). وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع(كانانبوا)[1] .

٤- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية. فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها. ومن البورصات المشهورة في العالم، والتي استقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر، بورصة لندن ونيويورك وطوكيو.

بعد هذا السرد التاريخي الملخص لنشأة البورصات بصورة عامة، وبورصات الأوراق المالية بصورة خاصة، يمكن أن نجمل العوامل التي أدت إلى نشأة البورصات في النقاط التالية:

١ - حدوث الانقلاب الصناعي في أوربا، وحلول الإنتاج الكبير بدل الإنتاج الصغير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.

٢ - انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان، احتاج إلى تموينها تموينا منظما بالمواد الغذائية، فاقتضى وجود سوق عالمي للاتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين الاختصاصيين وفريق من تجار الجملة، وأنشؤوا المخازن، وساهمت البنوك في مساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات.

٣ - اقتراض الحكومات من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها

(١) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩. وانظر: **الموسوعة العربية العالمية**، ٥/٢٤٢.

التنافس على الاستعمار والحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.

٤ – لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين، على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.

٥ – صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأسمالها، مما أدى إلى الحاجة لتوسيع قاعدة المساهمين والمولين، ولهذا نشأت الشركات المساهمة، وتجزأ رأسمالها إلى أسهم لمن يريد مشاركة دائمة، وصكوك تمويل لمن يريد مشاركة مؤقتة.

* * *

المبحث الثاني

البورصة: أنواعها- شروط إقامتها- وظائفها

المطلب الأول: أنواع البورصات

إن التطور المادي الذي رافق مراحل الإنتاج الصناعي أدى إلى ازدياد الأنشطة التجارية والاقتصادية. وبالتالي نشوء الشركات المساهمة الكبيرة وازدياد عددها، فأصبحت الحاجة ملحة إلى وجود بورصات متعددة ومنظمة، للسلع والأوراق المالية والصرف الأجنبي، وذلك لتعبئة المدخرات واستثمارها، ولتوفير الموارد الأساسية للصانع، وتسهيل عمليات التبادل التجاري بين الدول.

في بداية نشأة البورصات لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها، حيث كان بائعو الأوراق المالية يديرون أعمالهم في بورصة البضائع. وبمرور الزمن تطور جهاز البورصات وعملياتها وحصل تنوع وتعدد في أنواعها، وذلك ليمتد نشاطها، ليشمل مختلف مجالات الحياة الاقتصادية. ويمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة حسب حيثيات مختلفة، كالآتي:

أولاً: أنواع البورصات من حيث ما يتداول فيها من قيم ومثليات ومنتوجات (سلع).

أ - **بورصة البضائع الحاضرة:** وهي سوق منظمة يجري التعامل فيها على منتوجات ذات طبيعة خاصة وذات أهمية عالمية، كالقطن، والسكر، والبن والقمح، والمطاط...إلخ. وتعرف بورصة البضائع بـ(البورصة التجارية)[1] .

ب - **بورصة العقود** (**الكونتراتات**): هي البورصة التي يكون موضوعها عقود

---

(١) الدريوش، أحمد بن يوسف: **أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي**، ص٥٦٨ (الرياض: دار عالم الكتب، ط١، ١٤٠٩هـ،١٩٨٩م).

ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً، ويمكن التحلل منها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية [١].

جـ - بورصة القطع[٢]: وهي البورصة التي تكون التجارة فيها بالنقود ذاتها، حيث تتم فيها تبادل العملات عن طريق الصرف العاجل والآجل[٣].

د - بورصة المعادن النفيسة: وهي البورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة من الذهب والفضة، والبلاتين والألماس[٤].

هـ - بورصة الخدمات: وهي بورصة ذات خدمات كثيرة التنوع لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها. وأهمها السياحة والفنادق، وبورصة التأمين وبورصة النقل وتأجير السفن...إلخ[٥].

و - بورصة الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات، والتي تتعلق بعرض وبيع الحقوق كحقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية، وصفقات نظم المعلومات...إلخ[٦].

ز - بورصة الأوراق المالية: وهي سوق منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات، وحصص التأسيس، وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب.

---

(١) محمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢١.

(٢) النقد الأجنبي أو العملات.

(٣) انظر: الجارحي، علي معبد: الأسواق المالية في ظل الإسلام، **الإدارة المالية**، (عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، ص١١٤ مؤسسة آل البيت، د. ط، ١٩٨٩م)، ومحمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢١.

(٤) هارون، محمد صبري: **أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)**، ص٢٨ (الأردن: دار النفائس، ط١، ١٤١٩هـ، ١٩٩٩م)، وانظر: محمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢١.

(٥) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٣.

(٦) المرجع السابق، ص٢٣.

وتنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى سوقين[(١)] :

١ - السوق الأولية (*Primary Market*)، أو سوق الإصدارات: وهي السوق التي تنشأ فيها الإصدارات الجديدة عن طريق:

أ - الاكتتاب العام لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل، بغرض زيادة مواردها المالية.

ب - الاكتتاب المغلق[(٢)] الذي يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق[(٣)] .

٢ - السوق الثانوية (*Secondary Market*)، أو سوق التداول: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق التي تم إصدارها من قبل. وبناء على ذلك فإن المتعاملين في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية والمستثمرون[(٤)] . وتنقسم السوق الثانوية أيضاً إلى قسمين[(٥)] :

أ - سوق منظمة (Organized Market) يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المسجلة لديها.

ب - سوق غير منظمة (سوق المفاوضة على الأسعار) (*Over the counter*): يقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية.

---

(١) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٧، ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨١. ومحمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد النقدي**، ص٢٤٢ (د. م: دار الهداية، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م). وانظر:

Nublan, Zaky Yusoff. *An Islamic Prespective Of Stock Market An Introduction,* 1st ed (Darulnaim: Dian Darulnaim Sdn. Bhd, 1992) p.13-18.

(٢) الاكتتاب المغلق: اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط.

(٣) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٧.

(٤) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**،ص ٨١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٤.

(٥) انظر: المرجعين السابقين، ص (٨٩-٩١)، و(٤٧، ٤٨-٥٩).

ونود أن نشير إلى أن سوق التداول ليست هي السوق الرسمية (البورصة) (*Organized and formal market*) فقط، ولكنها تشمل كافة الأسواق التي يجري فيها التعامل من خلالها على الأوراق التي أصدرت من قبل، سواء كانت هذه الأوراق مقيدة في السوق الرسمية، أو غير مقيدة فيها ويجري التعامل عليها في السوق الرسمية، وسواء تم التعامل عليها بطريقة مباشرة (بدون استعانة بالوسطاء) أو بطريقة غير مباشرة[١].

ثانياً: أنواع البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي

أ – **بورصات محلية:** وهي التي لا تمتد معاملاتها دولياً، ونشاطها محدود للغاية[٢].

ب – **بورصات دولية:** وهي التي تمتد معاملاتها إلى الدول المختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم[٣].

ثالثاً: أنواع البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي[٤]

أ – **بورصات رسمية:** وهي بورصات تعمل بشكل رسمي، وتمارس فيها المعاملات في ضوء قواعد ونظم محددة وتحت رقابة حكومية.

ب – **بورصات غير رسمية:** وهي بورصات تعمل بشكل غير رسمي في ضوء قواعد خاصة بها، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية. وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية مثل بورصة سوق المناخ في الكويت.

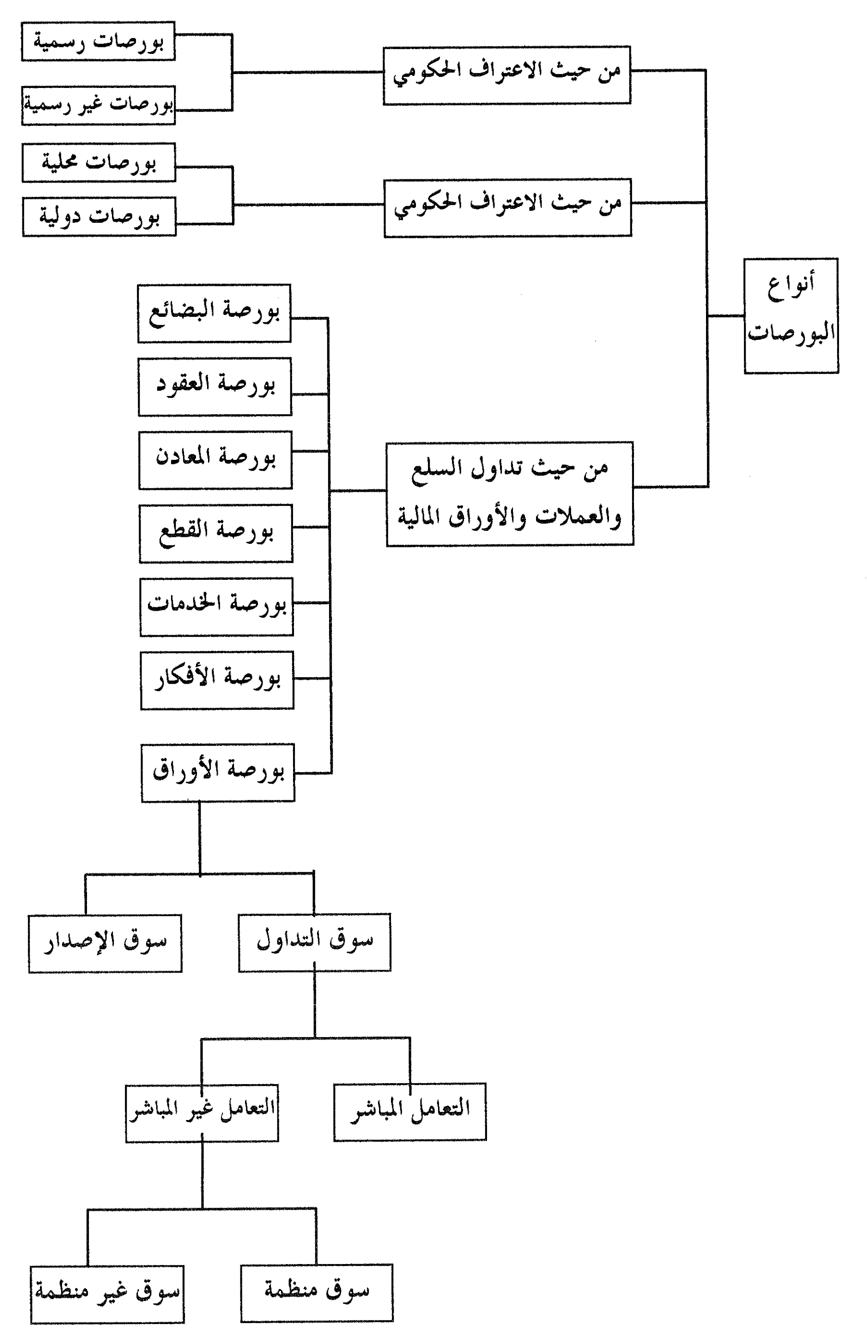
---

(١) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٧.

(٢) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٥.

(٣) المرجع السابق، ص٢٥.

(٤) المرجع السابق، ص٢٦.



شكل (١) مخطط يوضح أنواع البورصات

المطلب الثاني: شروط إقامة بورصة فعّالة

تلعب البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دوراً خطيراً وحيوياً، إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية، والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد، ولها دور حيوي وفعّال في خدمة التمويل والاستثمار. ومن أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توافر الشروط الآتية فيها.

أولاً: وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل[1] .

ثانياً: سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء. وذلك بأن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

ثالثاً: وجود الاستمرارية والتنظيم فيها. فلا بد أن تكون البورصة سوقاً مستمرةً، وذلك من خلال الأمور الآتية[2] :

١ - وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية فيها من ناحية والاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.

٢ - وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.

٣ - إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.

٤ - تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة، عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها. وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها[3] .

---

(١) انظر: الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٤. ومكي، علي سعيد: **تمويل المشروعات في ظل الإسلام**، ص٢٠٣. وعاشور، السيد محمد: **التموين في الإسلام**، ص٦٩.

(٢) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٤.

(٣) انظر: عمر: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٢، السنة ١٧ص٦٣، ١٩٩٨م، والقري، محمد علي: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، (د. م: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، مج١، العدد الأول ص١٦، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م).

ولابد أن تكون البورصة سوقاً منظمة أيضاً، لأن في غياب التنظيم معاناة للمتعاملين فيها مما يترتب عليه العديد من المشاكل منها: مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، مشكلة الرقابة والإفصاح المالي[(١)] عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، مشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة محل التداول، ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى[(٢)].

رابعاً: وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة مثل بيوت الإصدار والسماسرة[(٣)]، حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي:

١ - تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم.

٢ - استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم، حيث إن ما لديهم من أموال قد لا تكفي لتكوين محفظة أوراق مالية(*Portfolio*)[(٤)]، أو أن وقتهم لا يسمح لهم بذلك.

٣ - تسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها.

٤ - إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء وبكميات كبيرة.

خامساً: أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجري التعامل فيها[(٥)]، وعن المراكز

---

(١) الإفصاح المالي: توفر معلومات دقيقة وكافية لإبراز موقف الشركة المالي وتوصليها للمتعاملين كافة لاتخاذ قرار الإقدام على الاستثمار في أسهم الشركة المعينة.

(٢) انظر: أحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤١.

(٣) المرجع السابق، ص٤١.

(٤) المحفظة المالية: مجموعة الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر، ولكل بنك محفظة أوراق مالية تتضمن أنواعاً مختلفة من الأسهم، فيها بعض أمواله. انظر: هيكل: **معجم المصطلحات الاقتصادية**، ص ٦٦٦.

(٥) انظر: هيكل: **موسوعة المصطلحات والإحصائية**، ص٨٠٩، ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٧١.

المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق وإمكانية استيعاب هذه المعلومات[١] .

سادساً: وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومحاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني[٢] .

سابعاً: النمطية، وذلك بجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد (*Standardization*)، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر[٣] .

وتقاس عادة فاعلية أية بورصة بالمقاييس الآتية[٤] :

١ - مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.

٢ - مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.

٣ - مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

* * *

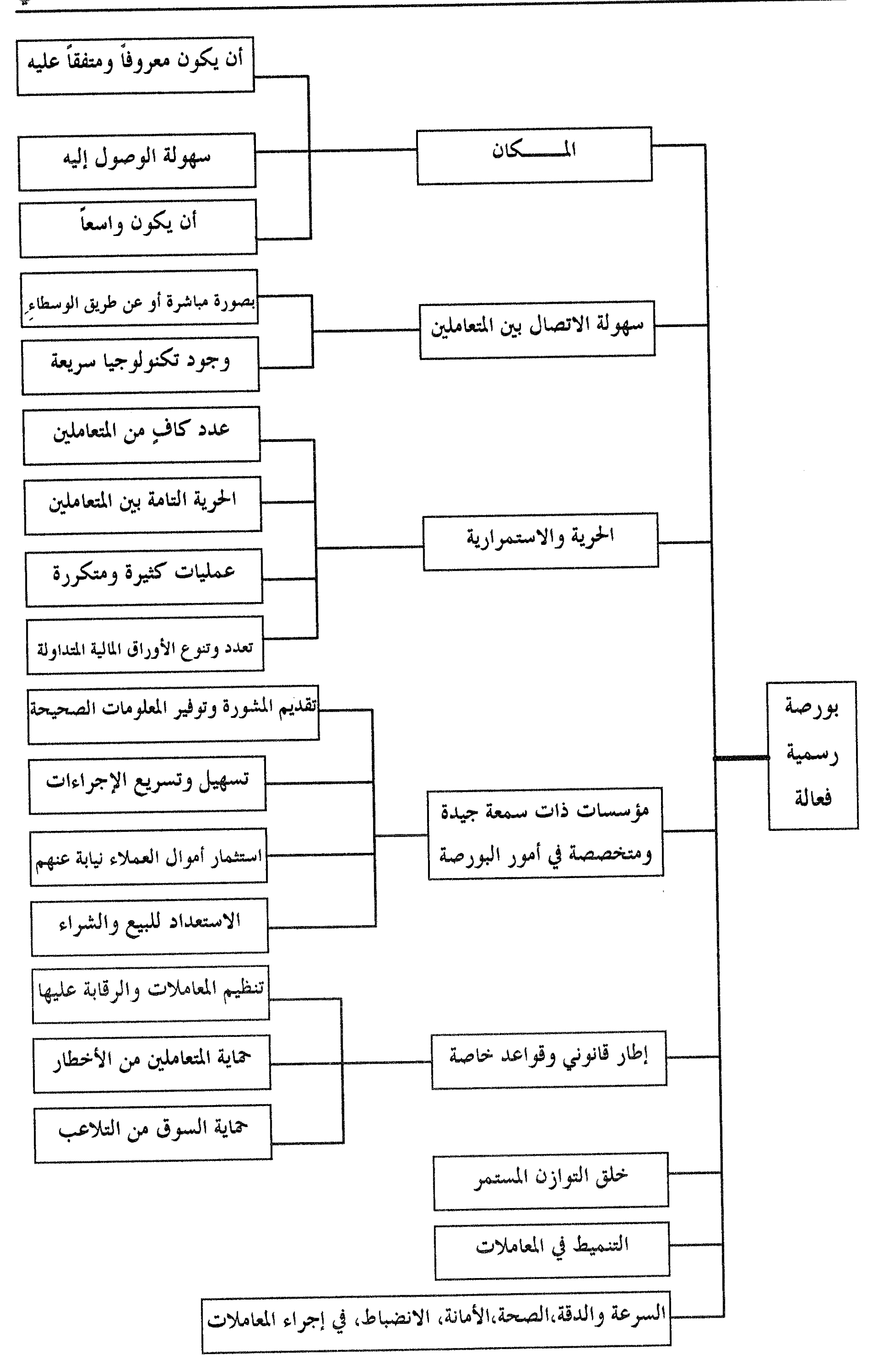
---

(١) **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٢، ص٦٣ السنة ١٧.

(٢) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٧١. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٥.

(٣) ففي عام ١٩٧٣م قام مجلس شيكاغو للتجارة بإيجاد جهاز متخصص للخيارات لتنميط عقودها (*Chicago Board of Option Exchange*)؛ فجعل منها أدوات مالية متشابهة في كل شيء (تاريخ البدء والانتهاء وعدد الأوراق المالية وشروط التبادل... إلخ) ماعدا السعر الذي يحدد بفعل قوى العرض والطلب. وبذلك أصبحت الخيارات المالية من أهم أدوات الاستثمار في أسواق المال في أمريكا. انظر: القري: **نحو سوق مالية إسلامية**، دراسات اقتصادية إسلامية، مج١، العدد ١، ص١٧.

(٤) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٦-٢٧.



شكل (٢) شروط إقامة بورصة فعالة

المطلب الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي والجزئي

سبق أن ذكرنا العوامل التي أدت إلى نشوء بورصات الأوراق المالية، حيث إنها ما قامت إلا لتؤدي وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي من تنميةٍ واستثمارٍ وتسييلٍ للأوراق المالية.

أولاً: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

تؤدي بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

١- إيجاد سوق مستمرة وحرة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكّن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر. حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسييل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة[١] .

٢- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة (*Auctoin market*)، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب[٢] . ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية[٣] .

---

(١) انظر: أحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٩. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**: ص١٤٨.

(٢) أحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٤. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، ص١٤٩.

(٣) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٣. وأحمد، محيي الدين: **عمل شركات الاستثمار الإسلامية**، ص١٤٩. والجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية في الإسلام**، ١/١١٠.

٣ – تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فالبورصة تحول مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لتمكن مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد[1] . كما تمول البورصة الشركات بالخدمات التي تساعدها على التوسع عندما تريد ذلك[2] .

٤ – تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها[3] .

٥ – الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة[4] ، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة[5] .

٦ – جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي[6] .

---

(١) **الموسوعة العربية العالمية**، مج١٣/٢٣٩، وانظر: هيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٨٠٩. ومكي، علي سعيد: **تمويل المشروعات في ظل مبادئ الإسلام**، ص١٠٨، وانظر: **قرارات مجمع الفقه الإسلامي** في دورته الأولى (١٣٩٨هـ) حتى الدورة الثامنة (١٤٠٥هـ)، الأمانة العامة، مكة المكرمة، ص١٢٠ ط١، ١٤٠٥هـ ، ١٩٨٥م.

(٢) ويتم تمويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين في الاقتصاد الوضعي بأسلوبين: **الأول**: عن طريق مصادرة المدخرات للصالح العام في النظم الماركسية، **والثاني**: عن طريق قيام المدخرين بإقراض المستثمرين بعض مدخراتهم على أساس ربوي، وتقديم بعضها الآخر على شكل مساهمات. أما في النظام الإسلامي فيتم ذلك على أساس مشاركة الطرفين في الربح والخسارة. انظر: الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ص١١٠.

(٣) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٤٩.

(٤) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٨. وانظر: محمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد النقدي**، (د. م: دار الهداية، ص٢٥٨ ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م).

(٥) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٩-٥٠.

(٦) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٥. وأحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٥٢.

٧ - إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل[١]، حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة. ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق بورصة الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.

٨ - التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش[٢].

ثانياً: دور البورصة في الاقتصاد الجزئي

تؤدي بورصة الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:

١ - تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة.

إن بورصة الأوراق المالية توفر للمدخر مكاناً لاستثمار مدخراته، ومكاناً أيضاً لتسييلها عند الحاجة. كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد[٣].

٢ - بيع الحقوق وشرائها: فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات...إلخ[٤].

(١) انظر: أحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٥٠. والجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١١١.

(٢) هارون: **أحكام الأسواق المالية**، ص٥٠.

(٣) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٥٠. وهارون: **أحكام الأسواق المالية**، ص٥١.

(٤) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣.

٣- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.

٤- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

٥- تعتبر البورصة أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشئ مشروعاً لقلة رأسماله، وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول[١] .

٦- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهناً لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور الآتية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة[٢] .

٧- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار، يستفيد من البورصة التاجر والصانع والزارع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحويط أو التغطية (*Hedging*). فالمضارب مثلاً: يشتري سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه، كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره[٣] .

---

(١) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٩.

(٢) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٥١.

(٣) الدريوش: **أحكام الأوراق في الإسلام**، ص٥٧٢. وانظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٤٥. وسليمان، أحمد يوسف: **رأي التشريع الإسلامي في البورصة**، الموسوعة العلمية والعملية، مج٢، ج٥/٣٩٣.

٨ - إيجاد مجال للمضاربة (*Speculation Space*): إن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناءً على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان. وهي لازمة لاستمرار العمل في البورصة. ولكن تخرج عن وظيفتها وتتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار[١].

* * *

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٤. وانظر: باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٢٢٠.

المبحث الثالث

الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية وكيفية عملها

نقصد بالهيكل الإداري للبورصة: التنظيمات التي تكون منها إدارة البورصة من لجان وأعضاء وسماسرة ووسطاء، والتي تنظم عمل هؤلاء وترتب العلاقة بينهم، وذلك وفقاً لقواعد ولوائح تكفل الاستمرارية والانضباط لعمليات البورصة، وسيرها بسهولة ويسر.

ونعرض في هذا المبحث نموذجاً للهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية، يكون قاسماً مشتركاً بين معظم بورصات الأوراق المالية في العالم.

المطلب الأول: لجان بورصة الأوراق المالية

لبورصة الأوراق المالية لجنة تكون في قمة الهرم الإداري للبورصة، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجنة العليا، لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل البورصة.

أولاً: اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى[(١)] . وتقوم بمجموعة من المهام، منها[(٢)] :

---

(١) انظر: أحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣١٥. وحسن، أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٧.

(٢) انظر: الخضيري، **كيف تتعلم البورصة**، ص٣٢. وحسن، أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٧. وعمر: الجوانب الشرعية لعمل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٣ ص٦٤، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م، وانظر:

Kenneth, M, Morris, Alan. M. Siegle, *Guide To Understanding Money & Investing*, 2 nd (New York: Lightbuib press, 1993) p. 61.

١- الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.

٢- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.

٣- الإشراف على الأسعار: كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.

٤- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

وللجنة البورصة مكتب يتكون من رئيس ونائبه وأمين صندوق[١]، يباشر مهمة السكرتارية، وتنظيم أعمال لجان البورصة وتحديد جدول الاجتماعات، والإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة[٢].

ثانياً: اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

عند أول جلسة تعقدها اللجنة العليا للبورصة بعد كل انتخاب دوري (تختلف دورتها من سوق لآخر) تشكل لجاناً فرعية لتساعدها في تأدية وظيفتها، وتتكون هذه اللجان من ثلاثة أعضاء على الأقل، وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام لجنة البورصة[٣]. وقد تختلف أسماء هذه اللجان من سوق إلى آخر إلا أن المهام المنوطة بها متشابهة إلى حد بعيد، وأهم هذه اللجان، ما يلي:

---

(١) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٣٢-٣٣.

(٢) تسمى هذه اللجنة في بورصة نيويورك للأوراق المالية بـ(مجلس الحكام *Board of Government*) له رئيس ومدير عام وثلاثة وثلاثين عضواً، وقد أنشأت الحكومة الأمريكية لجنة أخرى باسم (الأمن والمبادلة) (*Sec-Security & Exchange Commission*)، إثر أزمة الكساد العالمي ١٩٢٩م، مهمتها إعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالأوراق المالية والتسعيرة والمضاربات التي تؤثر على الأسعار. انظر: أحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣١٦، وانظر:

Roger, Bootle. *Directory of World Stock Exchange,* 1st ed (London: The Economist Publication, Cambridge University,1988)p. 413.Kenneth & Alan. *Guide to understanding money & Investing*, p. 61.

(٣) انظر: أحمد، محيي الدين: أسواق الأوراق المالية، ص٣١٧.

١ – **لجنة التأديب**[١] : تختص بالفصل في المخالفات التي ترتكب في أثناء العمل، والنظر في الشكاوى المرفوعة لها.

٢ – **لجنة التحكيم:** تختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسين، وكذلك المنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم[٢] .

٣ – **لجنة التسعيرة:** (*Quotation Commission*) وتقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.

٤ – **لجنة قيد الأوراق المالية:** تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة، وفقاً للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة[٣] .

٥ – **لجنة المقاصة** (*Clearing Commission*) تختص بإجراء المقاصة[٤] بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم لبعض، من بائعين ومشترين، أو دائنين ومدينين[٥] .

٦ – **لجنة المراقبة:** تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة[٦] .

---

(١) أحمد، محيي الدين: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٨. وأحمد، محيي الدين: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢١.

(٢) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٨، وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢١. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٣٤.

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٣-٣٢٤.

(٤) المقاصة: طريقة تصفية محاسبية بين طرفين أو عدة أطراف تكون دائنة أو مدينة بعضها تجاه البعض الآخر، وتسمح بحصر استخدام وسائل الدفع في تصفية الرصيد الصافي لهذه العلاقات. (باز، **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٢٢٦). انظر:
John Downes & Jordan. E. Goodman, *Dictionary of Finance & Investment Terms*, p. 70.

(٥) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٨. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٦.

(٦) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٥.

٧ – **الجمعية العمومية**[١] : تختص بالتصديق على الميزانية المقدمة إليهـا، وإبـداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء، والتي تتعلق بالبورصة وأعضائها.

٨ – **لجنة السماسرة:** (*Commission Brokers*) تختـص هـذه اللجنـة بقبـول السماسرة وفقاً للشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة[٢] .

ثالثاً: عضوية البورصة

تتكون الجمعية العمومية في بورصة الأوراق المالية من ثلاث مجموعـات من الأعضاء، وهي[٣] :

١ – **الأعضاء المنضمون:** وهم المصارف والشركات وصنـاديق الادخـار التـي تعمل في مجال الأوراق المالية، ويتم تعيينهم من قبل لجنة البورصة[٤] .

٢ – **الأعضاء المراسلون:** وهـم السماسـرة المقيـدون في البورصـات الأجنبيـة، على أن يعمل هذا السمسار المراسل من خلال سمسار محلي، ويشـترط المعاملـة بالمثل، وبعد أداء رسوم القيد والاشتراك.

٣ – **الأعضـاء العـاملون:** وهـم السماسـرة ومسـاعدوهم، سـنتطرق إليهـم في المطلب الثاني.

مـن خـلال هـذه المجموعـات الثـلاث مـن الأعضـاء تتـم ممارسـة العمـل في البورصة، حيث يتوقف نشاط وفعالية البورصة على قدراتهم العلمية، وخـبرتهم ودرايتهم بـأمور البورصـة، ومـدى تحقيقهـم لأهـداف المتعـاملين فيهـا وإشبـاع احتياجاتهم[٥] .

---

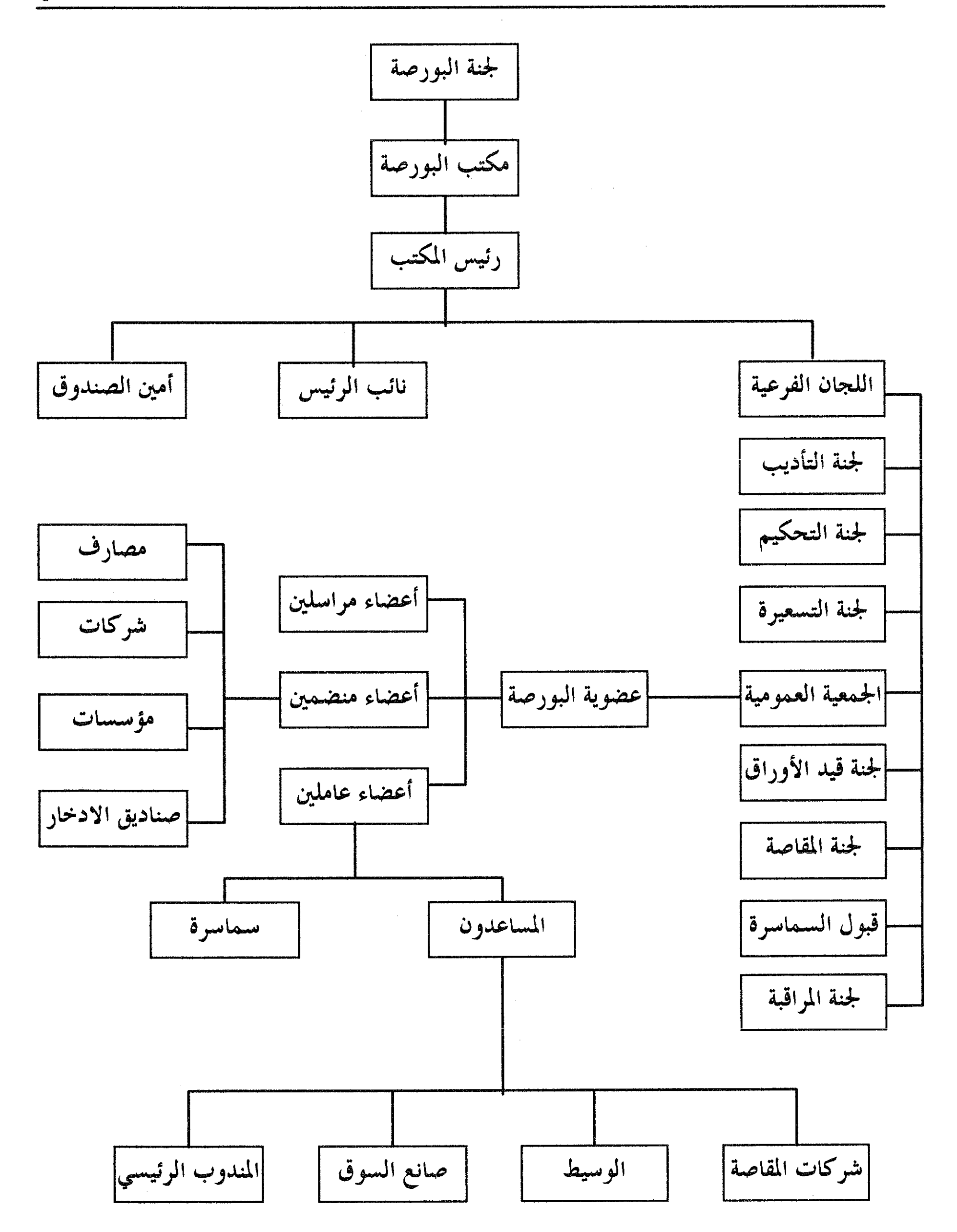
(١) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٩. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٣٣.

(٢) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٤. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٩، وانظر:
Noblan, Zaky. *An Islamic Prespective of Stock Market: An Introduction,* p. 33.

(٣) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٣٠.

(٤) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٥.

(٥) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٣٠. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٦.



شكل (٣) الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية

المطلب الثاني: سماسرة ووسطاء بورصة الأوراق المالية

سبق أن ذكرنا أن عضوية البورصة تتكون من ثلاث مجموعات، منها: الأعضاء العاملين[1] وهم السماسرة والوسطاء، ولهذه المجموعة دور مهم في البورصة، فهم يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين. ولا يجوز التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

أولاً: مفهوم السمسار وشروط قبوله في البورصة ووظائفه

١ - السمسار (*Broker*): هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية. والبضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكاً له ولا تنتقل إلى عهدته، ولا يتصرف باسمه بل باسم عملائه في كلا الجانبين[2].

سمسار الأوراق المالية (*Stock-Broker*): هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة *Brokerage*) محددة باللائحة. ويمارس مهنته منفرداً أو كشريك متضامنٍ في شركة سمسرة[3].

---

(١) **بورصة نيويورك** (*NYSE*): تتكون الأعضاء العاملين فيها من: السمسار (*Broker*)، وسمسار الصالة (*Floor Broker*)، وتجار الصالة (*Floor Trader*)، والمتخصصون (*Specialists*)، وتجار الطلبات الصغيرة (*Odd Lot Dealer*). انظر:

Noblan, *An Islamic perspective of Stock Market*, p:33-34. Kenneth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing,* P. 62-63.

أما بورصة لندن: فتتكون أعضائها العاملين من: أعضاء أصليون (*Full Members*) وهم: السماسرة (*Brokers*) وتجار الجملة (*Jobbers*). وأعضاء موظفون وهم مساعدو السماسرة. انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، هامش ص٣١٧، و

.Roger, Bootl. *Directory of World Stock Exchange*, p. 390

(٢) غطاس، نبيه: **معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال**، ص٧٤ (د. م: مكتبة لبنان، ط٢، ١٩٨٩م).

(٣) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٣١. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٨. وعمر، حسين: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٦١ (القاهرة: دار الفكر العربي، ط٤، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م)، =

٢ – شروط السمسار. (*Conditions of Stock Broker*)

إن مهنة السمسرة مهنة قانونية، وإن التعامل في الأوراق المالية في البورصة لا يجوز إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين بالبورصة. ولهذا فقد وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السمسار ومعاونيه. ونظراً للمهمة التي يقومون بها يشترط أن يتوفر فيهم الشروط الآتية[1] :

أ – الأهلية القانونية، كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وسن العمل، مثلاً ٢١ سنة فما فوق في بورصة كوالالمبور بماليزيا.

ب – النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخلياً أو خارجياً، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد ما لم يرد إليه اعتباره.

جـ – الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.

د – الكفاءة الفنية: أي حصوله على حد أدنى من التعليم (شهادة بكالوريوس)، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات.

هـ – الشروط الإجرائية: كاجتياز الاختبار التحريري والشفوي، والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

= وانظر:

John & Jordan. *Dictionary of Finance & Investment Terms,* p:49. Johan, M. Dalton, *How The Stock Market Works,* 2nd ed *(New York: NYIF, 1993) p. 77-78.*

(١) انظر: أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١١٠. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٣-٨٤. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٣٥-٣٤٦. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٥٧. وانظر:

Investing in The Stock Market in Malaysia, (The Kuala Lumpur Stock Exchanage (Bursa Saham Kuala Lumpur, Sept 1988), p. 20.

بتوافر هذه الشروط في المرشح يقبل كسمسار في البورصة، ويقيد اسمه في سجل السماسرة، بعد تسديد رسوم القيد والاشتراك والتأمين، ويجوز أن يقوم السماسرة بمهنة السمسرة على شكل شركات سمسرة أيضاً وشروط السمسار نفسها.

٣ – وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية[١]

من خلال تعريف السمسار تتبين وظيفته الأساسية، وهي تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة.

إضافة إلى وظيفة السمسار الأساسية، فهناك وظائف أخرى يقوم بها، وهي:

أ – تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها.

ب – إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء.

جـ – الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف.

د – حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت.

هـ – إتمام الصفقات عند نكول العميل عن العقد لاستقرار المعاملات.

---

(١) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٠-٣٣١. أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٩. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٥٥-٥٧. **والموسوعة العلمية**، المعرفة، مج١٢. ص٢١٠٦. وعلية، محمد بشير: **القاموس الاقتصادي**، ص٢٢٧ (بيروت: المؤسسة العربية للدراسات والنشر، ط١، ١٩٨٥م)، وانظر:

Janatte, Rutterford. *Introduction to Stock Exchange Investment*, 2nd ed (Hong Kong,: Macmillan publishers, LTD, 1985) p.12.

ثانياً: معاونو السمسار

يعاون السمسار في تنفيذ أعماله عدد من المساعدين منهم المندوب الرئيسي والوسيط وصانع السوق وشركات المقاصة.

١- المندوب الرئيسي (*Commission Principle*): هو مستخدم يعمل بأجر من قبل السمسار، ليعاونه في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة. ولا يجوز له العمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه وتحت مسؤوليته، ولا يجوز أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، ولا أن يعمل لحسابه الخاص[١] .

٢- الوسيط (*Remisier*): هو أداة اتصال بين العميل والسمسار، ويتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار المقيد عنده، مقابل عمولة لا تتجاوز نصف المحصل من عمولة العمليات المعقودة بواسطته، وهو مسؤول عن العمليات التي يتوسط فيها[٢] .

ولا يجوز للوسيط أن يعقد صفقات لحسابه أو لحساب أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة أو لحساب شريك موصي في بيت السمسرة المقيد عنده، ولا يسمح له بمزاولة العمل إلا بعد أن يدفع تأميناً لدى شركة السمسرة كضمان.

ويختلف الوسيط عن المندوب بعدم أخذه أجراً ثابتاً مقابل خدمته، لأنه لا يعمل بصفة دائمة ومستمرة كالمندوب، بل يدفع له مقدار خاص (نسبة مئوية). ففي بورصة كوالالمبور (*KLSE*) بماليزيا تشترط للوسيط أجرة لا تتجاوز (٤٠٪) من أجرة السمسار[٣] .

---

(١) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٥. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١١٤. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٤٢.

(٢) علية: **القاموس الاقتصادي**، ص٤٧٣. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٤٣. وانظر:
Johan & Jordan. *Dictionary of Finance and Investment Terms*, p. 77.

(٣) انظر:
K Rules for Trading by member companies, Rule (17-k) p. 114.

ويشترط في المندوب والوسيط ما يشترط في السمسار، وأن يزكيه السمسار الذي يرغب العمل عنده، ولا يجوز أن يجمع أحد بين صفتي المندوب والوسيط، ولا يجوز لهما أيضاً بأن يلحق بأكثر من بيت سمسرة[١].

٣ - **صانع السوق** (*Market Maker*): يمكن للوسيط (*Remisier*) أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخص من لجنة البورصة. حيث يحق له أن يعمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستمراريته، فهو مشترٍ عندما يكون السمسار بائعاً، وهو بائع عندما يكون السمسار مشترياً، ويترتّب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب، في الحقيقة أن دوره مع السماسرة أشبه بنظرية الأواني المستطرقة[٢].

٤ - **شركات المقاصة والتسوية**[٣]: تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في إتمام صفقات التداول، حيث تقوم بما يأتي:

أ - استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم الأوراق المالية.

ب - تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينها.

جـ - الحفظ المركزي حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات، وعند إتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي ما زالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر.

---

(١) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٥. أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١١١.

(٢) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١٢٨.

(٣) عمر: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٣ ص٥٤. ١٩٨٨م، ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٧.

المطلب الثالث: التكييف الفقهي لعمل السمسار ومساعديه

من خلال عرضنا لتعريف السمسار ووظيفته، يتبين أن السمسرة تعني التوكيل الذي يعطيه العميل للسمسار لبيع أو شراء أوراق مالية معينة نيابة عنه.

ومن هذا المنطلق فإن عمل السمسار ومساعديه في البورصة يدخل في باب الوكالة، ونعرض فيما يلي التكييف الفقهي لعملهم.

السمسار في اللغة[1] :

السمسار: كلمة فارسية معربة تطلق على معان مختلفة منها: القيم بالأمر والحافظ له. والسفر بين المحبين، وفي البيع: الذي يدخل بين البائع والمشتري متوسطاً لإمضاء البيع.

السمسار في الاصطلاح الشرعي:

عن طاووس عن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قال رسول الله ﷺ: «لا تلقوا الركبان ولا يبع حاضر لباد» قلت لابن عباس ما قوله: «ولا يبع حاضر لباد؟» قال: «لا يكون له سمساراً» [2] .

ورد لفظ السمسار في مواطن من أبواب المعاملات، كالبيع والإجارة والجعالة. وقد عرفه الفقهاء بأنه: المتوسط بين البائع والمشتري. والمتولي بالبيع والشراء لغيره. واسم لمن يعمل للغير بالأجر بيعاً وشراءً[3] .

---

(١) الفيروزآبادي: **القاموس المحيط**، ص٣٠٧. وابن منظور: **لسان العرب**، ٣٨٠/٤.

(٢) العسقلاني، أحمد بن علي بن حجر: **فتح الباري شرح صحيح البخاري**، ج٤/٤٥١-٤٥٢ ترتيب وتبويب: محمد فؤاد عبد الباقي، قام بإخراجه: محب الدين الخطيب، (د. م: دار المعرفة، د. ط. ت).

(٣) الكتاني، عبد الحي عبد الكبير الإدريسي: **نظام الحكومة النبوية المسمى بالتراتيب الإدارية**، (بيروت: دار الكتاب العربي، د. ط. ت) ٥٧/٢-٥٨. والسرخسي، شمس الدين محمد بن أحمد: **المبسوط**، (كراتشي: إدارة القرآن ج١٥/١١٥، د. ط، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٧م). والكاساني، علاء الدين بن مسعود: **بدائع الصنائع في ترتيب الشائع**، تحقيق وتخريج: محمد عدنان بن ياسين، ١٥/٥ (بيروت: دار إحياء التراث العربي، مؤسسة التأريخ العربي، ط٢، ١٤١٩هـ، ١٩٩٨م).

وأما الوكالة، ففي اللغة تعني: الحفظ والكفالة والتفويض[١] . وأما في الاصطلاح الفقهي فقد عرفها الفقهاء بتعريفات عدة كلها متقاربة، منها:

- تفويض أحد في شغل لآخر، وإقامته مقامه في ذلك الشغل، ويقال له: موكل ولمن أقامه وكيل، ولذلك الأمر موكل به[٢] .

- تفويض شخص لغيره ما يفعله عنه حال حياته مما يقبل النيابة شرعاً[٣] .

بعد هذا العرض لتعريف السمسار والوكالة، يظهر أن عقد السمسرة يدخل في عقد الوكالة في البيع والشراء، لذا نستعرض التكييف الفقهي لعمل السمسار ومساعديه مقارنة بموضوع الوكالة في الفقه الإسلامي.

أولاً: أجرة السمسار

اتفق الفقهاء على جواز الوكالة في البيع والشراء بأجرة وبغير أجرة[٤] . وقد ورد ذكر أجرة السماسرة صراحة في أقوال الفقهاء، جاء في المغني: «ويجوز أن يستأجر سمساراً يشتري له ثياباً ... وإن استأجر ليبيع له ثياباً بعينه صح»[٥] . وقد جاء في فتح الباري في باب أجرة السمسرة : «قال ابن سيرين وإبراهيم: لا بأس بأجرة السمسار إذا اشترى يداً بيد، وسئل عطاء عن السمسرة قال: لا بأس بها»[٦] .

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ١١/٧٣٥-٧٣٦. والفيروزآبادي: **القاموس المحيط**، ص٩٦٣.

(٢) علي، حيدر: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، تعريب: فهمي الحسيني، ج١١/٥٢٤ (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

(٣) الرملي، شمس الدين محمد: **نهاية المحتاج إلى شرح المنهاج**، ج٥/١٥ (مصر: مطبعة البابي الحلبي، د. ط، ١٩٦٧م). ابن قدامة، موفق الدين عبد الله أحمد: **المغني والشرح الكبير**، ج٥/٢٠٢ (بيروت: دار الكتاب العربي، ط٢، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

(٤) الماوردي، علي بن محمد بن حبيب: **الحاوي الكبير**، تحقيق: محمود مطرجي، ج٨/١٨٥ (بيروت: دار الفكر، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٤م). وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ج٥/٢٠٤. وابن جزي، محمد بن أحمد الكلبي: **القوانين الفقهية**، ص٢٨١ (د. م: د. ن. ط. ت).

(٥) ابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٢١٠-٢١١.

(٦) العسقلاني، ابن حجر: **فتح الباري**، ٤/٤٥١.

ثانياً: طرق تحديد أجرة السمسار[١]

تتم محاسبة عمولة السمسار في بورصة الأوراق المالية بإحدى الطرق الآتية:

١- تحديد نسبة من مبلغ البيع أو الشراء.

٢- تحديد مبلغ معين عن كل صفقة يبيعها السمسار أو يشتريها.

٣- تحديد مبلغ معين عن فترة زمنية محددة يكون السمسار خلالها مستعداً لتنفيذ أوامر العميل.

وللفقهاء في تحديد الأجرة بالنسبة، قولان:

الأول: الشافعية والمالكية والحنفية قالوا بعدم جواز تحديد الأجرة بالنسبة بحجة الجهالة، فالإجارة بهذه الطريقة غير صحيحة، وأن السمسار يستحق أجر المثل على عمله هذا[٢] .

والثاني: الحنابلة وبعض المالكية قالوا: بجواز تحديد نسبة معلومة[٣]، واستدلوا بحديث ابن عمر: «أن رسول الله ﷺ عامل أهل خيبر بشطر ما يخرج من تمر أو زرع»[٤] . فلم يكن أهل خيبر يعرفون مقدار الخارج، فقد يزيد أو ينقص، إلا أنهم كانوا يعلمون مقدار مالهم وهو الشطر، زاد الخارج أو نقص، وهذه مزارعة وهي نوع من المشاركة، وليست إجارة.

والذي نرجحه هو القول الثاني، وذلك لعدم وجود تلك الجهالة في البورصة، لأن الغالب فيها هو تحديد عدد وثمن الأوراق المالية. وفي الحالات التي تترك التحديد إلى تقدير ورأي السمسار، أو قوى السوق، فلا شك أن هناك قدراً من الجهالة، يؤثر في صحة هذا العمل.

---

(١) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٦٣.

(٢) النووي، محيي الدين بن يحيى شرف: **المجموع شرح المهذب**، ١٦٨/١٤ (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت). والسرخسي: **المبسوط**، ١١٤/١٥-١١٥. ومالك، بن أنس: **المدونة الكبرى**، ٤٥٧/٥ (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت).

(٣) ابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٢١٩/٥. وابن جزي: **القوانين الفقهية**، ص٢٨٢.

(٤) النووي، محيي الدين بن يحيى شرف: **شرح صحيح مسلم**، ٢٠٨/١٠-٢٠٩ (بيروت: دار إحياء التراث العربي، ط٣، ١٤٠٤هـ، ١٩٨٤م).

وأما بالنسبة لتحديد مبلغ معين عن كل صفقة، فقد أجازه المالكية والشافعية والحنابلة[١] . وأما الحنفية فقد اعترضوا على هذه الطريقة، بأنها تمنع السمسار من ثمن عمله، فقد ورد في المبسوط: ((وكذلك لو شرط (للسمسار) على كل ثوب يبيعه درهماً فهو فاسد))[٢] . وقد ذهب ابن عباس إلى عدم تحديد مبلغ معين عن كل صفقة حيث جاء في فتح الباري في باب أجر السمسرة: ((وقال ابن عباس: لا بأس أن يقول: بع لي هذا الثوب، فما زاد على كذا وكذا فهو لك))[٣] . ويقول ابن حجر: ((وهذه أجر سمسرة أيضاً لكنها مجهولة، ولذلك لم يجزها الجمهور وقالوا: إن باع له على ذلك فله أجر مثله، وحمل بعضهم إجازة ابن عباس على أنه أجراه مجرى المقارض، وبذلك أجاب أحمد وإسحاق، ونقل ابن التين أن بعضهم شرط في جوازه أن يعلم الناس ذلك الوقت أن ثمن السلعة يساوي أكثر مما سمى له، وتعقبه بأن الجهل بمقدار الأجر باق))[٤] .

والذي يميل إليه الباحث هو ما ذهب إليه الجمهور من تحديد مبلغ معين، لأن عقد الوكالة يقتضي استحقاق الأجر بأداء العمل وإلا فلا، كالجعالة تماماً، ومن ناحية أخرى فإن وقت وجهد السمسار لا يبذلان لعميل واحد في البورصة، فهو كالعامل المشترك. وأما الطريقة الثالثة في محاسبة عمولة السمسار فلا خلاف بين الفقهاء في جوازها[٥] .

ثالثاً: شروط السمسار

إن شروط السمسار في البورصة توافق شروط الوكيل في الفقه الإسلامي،

(١) مالك: **المدونة الكبرى**، ٤٥٧/٥، والنووي: **المجموع**، ١٦٨/١٤، وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٢١١/٥.

(٢) السرخسي: **المبسوط**، ١١٥/١٥.

(٣) العسقلاني، ابن حجر: **فتح الباري**، ٤٥١/٤.

(٤) المرجع السابق، ٤٥١/٤.

(٥) النووي: **المجموع**، ج١٦٨/١٤. والسرخسي: **المبسوط**، ١١٤/١٥. ومالك: **المدونة الكبرى**، ٤٥٧/٥. وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٢١٢/٥.

من حيث دخول تلك الشروط تحت أصل إسلامي، وهو إسناد الأمر إلى أهله، ومبدأ إتقان العمل، ما عدا شرط إسلام السمسار وعميله فقد اختلف الفقهاء فيه على قولين:

الأول: عدم اشتراط إسلامهما، ذهب إلى ذلك الحنفية والشافعية والحنابلة[1]، فقد ورد في المغني: «كل من صح تصرفه في شيء بنفسه وكان مما تدخله النيابة صح أن يوكل فيه رجلاً أو امرأة، مسلماً كان أو كافراً»[2].

ثانياً: ذهبت المالكية إلى عدم جواز توكيل المسلم غير المسلم خشية وقوعه في الحرام.

ونقول: بما أن العمل في بورصة الأوراق المالية كسمسار لابد من تنفيذ أوامر العملاء ولا يملك الاستقلال في التصرف، فيجوز أن يكون السمسار غير مسلماً لعدم وجود تلك الخشية، وأما أن يكون المسلم سمساراً لغير المسلم، فلابد أن يشترط لموكله عدم إنجازه لصفقات محرمة، مع أن الحنفية قد ذهبوا إلى جواز أن يوكل الذمي المسلم في بيع وشراء الخمر والخنزير[3].

رابعاً: مخالفة السمسار أوامر عميله

إن الأوامر التي يعطيها العميل لسمساره تجوز مقيدة ومطلقة، كما أن الوكالة تصح مطلقة ومقيدة[4]:

أ - **الوكالة المقيدة**: وهي تقييد الوكيل بأوامر الموكل. وهي الغالبة في البورصة. حيث إن السمسار لابد أن يتقيد بأوامر العميل. وهذه الأوامر تكون

---

(١) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٥/١٥-١٦. والرملي: **نهاية المحتاج**، ٥/٩. وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٢٠٢-٢٠٣. والماوردي: **الحاوي الكبير**، ٨/١٩٧.

(٢) ابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٢٠٣.

(٣) الزيلعي، فخر الدين عثمان بن علي: **تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق**، ٤/٢٥٤ (بيروت: دار المعرفة، ط٢، ١٣١٤هـ).

(٤) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٥/٢٦، والماوردي: **الحاوي الكبير**، ٨/١٨٧.

مقيدة، إما بتحديد زمن معين أو سلعة بعينها، أو ثمن معين، أو من شخص معين، وبذلك تغطي هذه الاحتمالات جميع الأوامر التي تصدر من العملاء إلى السمسار في البورصة[١] .

ولمخالفة السمسار أوامر عميله صور مختلفة، نعرض منها ما يلي:

١ – مخالفة أسعار البيع والشراء

على السمسار أن يتقيد بالسعر الذي يحدد العميل له في بيع أو شراء الأوراق المالية. ففي حالة الشراء لابد له أن يتقيد بسعر الشراء أو أقل منه. فإن اشترى بأكثر من السعر المحدد، فيكون مشترياً لنفسه لا للموكل عند الحنفية والمالكية[٢] . وعند الشافعية والحنابلة يلزم السمسار ضمان فرق السعر والبيع صحيح للموكل[٣] . ويذهب ابن حزم إلى بطلان البيع[٤] . ويسمى الفقهاء هذه المخالفة، المخالفة إلى شر. وأما إذا اشترى بأقل من السعر المحدد فجائز ، ويسميه الفقهاء الخلاف إلى خير[٥] . وأما في حالة البيع فلابد أن يبيع بالسعر المحدد أو أكثر منه، وأما إذا باع بأقل منه فيلزمه ضمان النقص. ونرى صحة البيع وضمان السمسار فارق السعر في البيع والشراء عندما يكون المخالفة إلى شر.

٢ – المخالفة في مقدار الأوراق المالية موضوع الصفقة أو في نوعها

---

(١) عمر: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد٢٠٣ ص٥٦، ١٩٩٨م.

(٢) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٥/٢٨-٣٣. ومالك: **المدونة الكبرى**، ٤/٢٤٥.

(٣) الماوردي: **الحاوي الكبير**، ٨/٢٤٤. وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٢٢٥. والقاري، أحمد بن عبدالله: **مجلة الأحكام الشرعية**، تحقيق: د. عبد الوهاب إبراهيم ود. محمد إبراهيم أحمد، ص٣٩٥ (السعودية: دار تهامة، ط١، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م).

(٤) ابن حزم، علي بن أحمد: **المحلى**، تحقيق: أحمد محمد شاكر، ٨/٢٤٦ (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت).

(٥) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٥/٢٦.

قد يعقد السمسار لصالح عميله صفقة تخالف أمره، كأن يطلب العميل خمسين سهماً فيشتري الوكيل مئة سهم، أو إذا أمره بشراء أسهم فاشترى سندات، أو إذا أمره بشراء أسهم شركة بعينها فاشترى أسهم غيرها. فالذي عليه الفقهاء أن التوكيل يراعى فيه القيد إلا إذا كان خلافاً إلى خير، ولا يلزم الموكل بالعقد. والأحوط إيقاف تصرف الوكيل على إجازة الموكل، فإن أجازه نفذ عليه وإلا نفذ على الوكيل(١) .

ففي مخالفة الوكيل وكيله في نوع الأمر، ورد في المادة (١٤٧١) من مجلة الأحكام العدلية: «لو قال الموكل اشتر لي كبشاً واشترى الوكيل نعجة لا يكون الشراء نافذاً في حق الموكل، وتكون النعجة للوكيل»(٢) .

أ – **الوكالة المطلقة:** وهي تفويض الموكل الوكيل التصرف في الصفقة من دون قيود بما يضمن مصلحته. يوجد في بورصة الأوراق المالية هذه الوكالة وتسمى بـ(الأمر للتنفيذ).

يرى الفقهاء أن ثمن المثل في هذه الحالة يكفي أن يكون مقيداً لهذا الأمر المطلق(٣) . فإذا وكل ببيع سلعة في توكيل مطلق، فعليه أن يبيعها بثمن المثل لا بأقل، وفي الشراء بثمن مثلها لا بأكثر(٤) .

وإذا كان التفاوت بين ثمن المثل وثمن البيع أو الشراء فاحشاً، فالبيع صحيح ويضمن السمسار فارق السعر كما قال الإمام أحمد(٥) . وأما إذا كان التفاوت يسيراً فهذا مما يغتفر.

---

(١) الخرشي، محمد بن عبدالله بن علي: **الخرشي على مختصر سيدي خليل**، ج٦/٧٣ (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت). وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٢٢٥. والكاساني: **بدائع الصنائع**، ٥/٢١.

(٢) علي، حيدر: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، ١١/٥٩٩.

(٣) المرغيناني، علي بن أبي بكر: **الهداية شرح بداية المبتدئ**، ٣/١٤٣ (مصر: مكتبة مصطفى البابي الحلبي، د. ط. ت).

(٤) الخرشي: **الخرشي على مختصر سيدي خليل**، ٦/٧٣.

(٥) الماوردي: **الحاوي الكبير**، ٨/٢٣٥. وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٢٢٥ – ٢٢٦.

وذهبت المالكية إلى أن الموكل إذا باع بثمن فاحش، فالموكل يخير ولا يلزمه القبول، أما إذا كان النقص يسيراً فيلزمه القبول. وذلك لأن الغبن اليسير في المعاملات، لا يمكن الاحتراز منه لمصلحة الناس داعية إلى التجاوز عن اليسير. وقد يلجأ الوكيل إلى النقص اليسير لمصلحة يراها لموكله، فهو موضع ثقته ومحل أمانته[١] . وهذا ما يحدث في البورصة، فقد يبيع السمسار أوراقاً مالية لعميله بنقص يسير لخبرته بالسوق وتقلباته، تحقيقاً لمصلحة يراها لعميله.

ونرى ترجيح قول المالكية، لأن الذي لابد أن تسود المعاملات هو التيسير والإنصاف، والتقدير لمواقف الوكلاء وتصرفاتهم المبنية على الصدق والأمانة.

خامساً: الوكيل يوكل

سبق أن ذكرنا طبيعة عمل كل من المندوب والوسيط وصانع السوق وشركات المقاصة، فهم من مساعدي السمسار، ويقومون مقام نائب الوكيل، فيدخل في مسألة (الوكيل يوكل) في الفقه الإسلامي[٢] . فهناك ثلاث حالات لتوكيل الوكيل نائباً عنه في إنجاز العمليات:

أ - حالة الإذن من موكله، وهي جائزة باتفاق الفقهاء.

ب - حالة نهي الموكل عن ذلك. وهي غير جائزة.

جـ - حالة الإطلاق. ففي هذه الحالة يجوز التوكيل بإحدى الشروط الآتية[٣] :

١ - أن يكون عملاً يترفع السمسار (الوكيل) عن القيام به.

---

(١) مقبل، طالب قائد: **الوكالة في الفقه الإسلامي**، ص٢٢٥-٢٢٦ (الرياض: دار اللواء، ط١، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

(٢) انظر: ابن قدامة: **المغني**، ٢١٥/٥. والمرغيناني: **الهداية شرح بداية المبتدئ**، ١٤٨/٣-١٤٩. والقاري: **مجلة الأحكام الشرعية**، ص٣٩٣. والكاساني: **بدائع الصنائع**، ٣٧/٥.

(٣) ابن قدامة: **المغني**، ٢١٥/٥، وحسن، محمود محمد: **نظرية العقد في الفقه الإسلامي**، ص٨١-٨٢ (الكويت: دار الكتب، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

٢ - عجزه عن القيام به لكثرة أعماله وانتشارها.

٣ - أن يكون عملاً يحتاج إلى مهارة وتخصص.

ونظراً لطبيعة إنجاز العمليات في البورصة، وكثرة تكرارها وتعدد أنواعها، فإن حاجة السمسار إلى نواب ومساعدين من الضروريات، فإنه لا يستطيع القيام بالعمل وحده، فتنطبق عليه الحالة الثالثة.

* * *

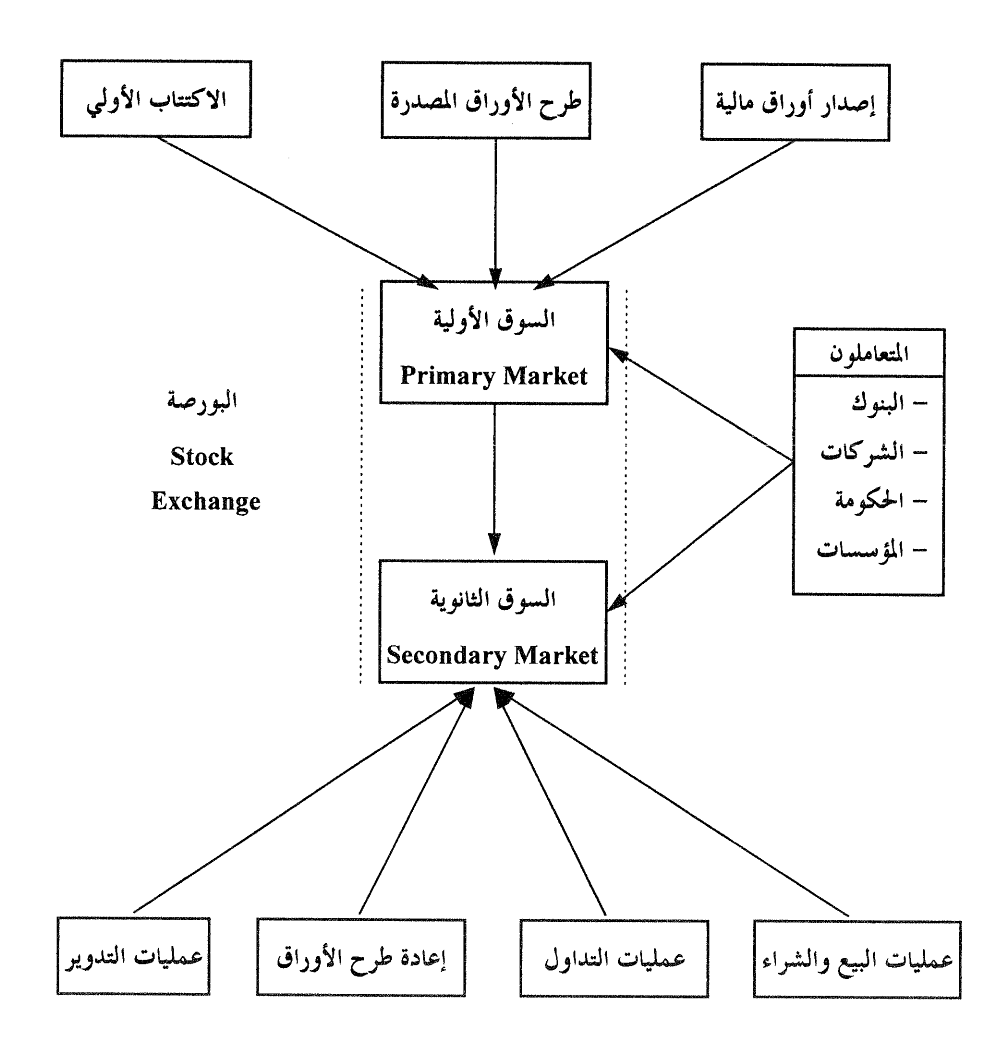
المطلب الرابع: طرق تداول الأوراق المالية

قبل أن نستعرض طرق تداول الأوراق المالية، نتطرق بإيجاز إلى كيفية إصدار الأوراق المالية وقيدها في البورصة.

يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية (*Primary Market*). ويطلق عليها سوق الإصدار أو الاكتتاب الأول، حيث تقوم الجهة العارضة (بنك، شركة، حكومة، ...) بطرح أوراقها المالية للاكتتاب لأول مرة في البورصة بقيمتها الاسمية (*Nominal Value*). وتعرف هذه العملية بالدورة الأولى للإصدار في السوق الأولية، حيث تنشأ بموجبها وتدخل أوراق مالية جديدة -أسهم، سندات، صكوك- في البورصة لأول مرة. ويشترط في إصدار الورقة المالية أن تكون عن طريق السمسار أو عضو منضم كبنك أو شركة[1]. ويتم تدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص في السوق الثانوية (*Secondary Market*). والمخطط التالي يبين العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين:

---

(١) انظر: الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٤٠-٤١. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٩٣



شكل (٤) العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين

أولاً: كيفية قيد الأوراق المالية

يتم قيد الأوراق المالية في البورصة بتقديم طلب من قبل الجهة المصدرة لتلك الأوراق (بنك- شركة ...) لقيدها في جدول الأسعار بالبورصة خلال مدة معينة، تحددها لجنة البورصة اعتباراً من تاريخ قفل باب الاكتتاب في تلك الأوراق.

وعلى الجهة المصدرة تقديم جميع الوثائق اللازمة للقيد، وأن تؤدي رسوم الاشتراك وغيرها من المبالغ المنصوص عليها في اللائحة الداخلية للبورصة(١)، ولا يجوز التعامل في غير الأوراق المالية المقبولة في جدول الأسعار أو في الجدول المؤقت، ولا يجوز تداولها في غير المكان المخصص لها في البورصة، أو في غير المواعيد المحددة لذلك.

ثانياً: طرق وأساليب عمليات التداول

ذكرنا آنفاً أن التعامل في البورصة لابد أن يكون عن طريق السماسرة أو مندوبيهم، ولا يجوز لغيرهم عقد عمليات بيع أو شراء داخل البورصة. لذلك على من يرغب في استثمار أمواله في بيع أو شراء أوراق مالية، أن يعرف طريقة استثمار أمواله، حيث هناك طريقتان لذلك:

١ - البنك: يتوجه المستثمر إلى البنك الذي يريد التعامل معه، ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك بكافة الإجراءات اللازمة بالنيابة عن العميل، وفي حدود التعليمات التي يتلقاها منه(٢).

٢ - السمسار: يتصل المستثمر بأحد بيوت السمسرة (*House Brokerage*)

---

(١) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٤٢. نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٩١.

(٢) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١٠٠. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٩٣.

المتخصصة ببيع وشـراء الأوراق المالية. في هذه الحالة لابد للعميل أن يسعى للبحث عن سمسار مشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة[١]. ونرى أن في كلتا الطريقتين لابد للعميل أن يصدر أوامر إلى البنك أو السمسار محدداً الأمور الآتية:

أ - تحديد الورقة المالية المطلوب تداولها: وذلك بتحديد الاسم الصحيح لها كما هو وارد على لائحة الأسعار في البورصة. وتحديد نوع الورقة موضوع الصفقة (سهم-سند -حصص تأسيس)[٢].

ب - تحديد كمية الأوراق المالية المطلوب تداولها. والأسعار التي يرغب التعامل بها.

فلابد أن يكون للمتعامل إلمام بأنواع الأوامر التي يصدرها للسمسار، وما تتضمن هذه الأوامر من محددات. ومن الأوامر التي لابد للمستثمر أن يكون له علم بها، ما يأتي[٣]:

١ - الأمر السوقي (*Market Order*): وهو أمر طلب تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق (بيع أو شراء).

٢ - الأمر المحدد (*Limit Order*): وهو الأمر المحدد بعدد معين من الأوراق المالية أو بسعر محدد أو فترة محددة.

٣ - الأمر اليومي (*Day Order*): وهو الأمر الذي لابد من تنفيذه خلال يوم العمل.

٤ - الأمر الساري المفعول حتى إلغائه (*Good Till Cancelled G. T. C.*): وهو

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١١٠. وانظر:
Kenneth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing,* p. 46-47.

(٢) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٩٣. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٦٤.

(٣) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٥٤-١٥٧. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٩٥-٩٩، (بتصرف يسير). وانظر:
Kenneth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing,* p. 46.

الأمر المتعلق بشراء ما يعرض في السوق بسعر معين دون تحديد نوع الورقة ومدة التنفيذ.

٥ - الأمر المتدرج (*Step order*): وهو الأمر الذي يوجه إلى السمسار ببيع أو شراء عدد معين من الأوراق بأسعار متفاوتة بالتدرج.

٦ - الأمر بوقف التعامل (*Stop Loss Order*): وينقسم إلى أمر وقف الشراء أو وقف البيع.

٧ - الأمر الخاص بشراء الخيارات(*Option Contracts Order*).

٨ - الأمر الخاص بالعقود الآجلة (*Forward Contracts Order*): وهو أمر متعلق بعقد ملزم للطرفين بسعر ثابت وخلال فترة معينة، بدفع الثمن كله أو بالتقسيط.

٩ - الأمر الخاص بعقود المستقبل (*Future Contracts Order*): وهو أمر متعلق بعقد ملزم للطرفين ونهائي.

١٠ - الأمر بشراء الهامش أو الشراء الحدي(*Margin Order*): وهو أمر متعلق بشراء أوراق مالية عن طريق التمويل الجزئي من قبل العميل، وتولي الوسيط تمويل الجزء الباقي.

إن الأوامر الأربعة الأخيرة هي التي تحتاج إلى تحليل ودراسة من الناحية الشرعية، وسنتطرق إليها في المبحث الثالث من الفصل القادم بإذن الله تعالى.

ثالثاً: نظم تداول الأوراق المالية

هناك نظامان رئيسيان لتداول الأوراق المالية في البورصة:

١ - نظام المزاد العلني (*Auction System*): وهو نظام يعطي الأولوية لأقل

عرض للبيع ولأعلى سعر (طلب) للشراء، ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة[١] . وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية.

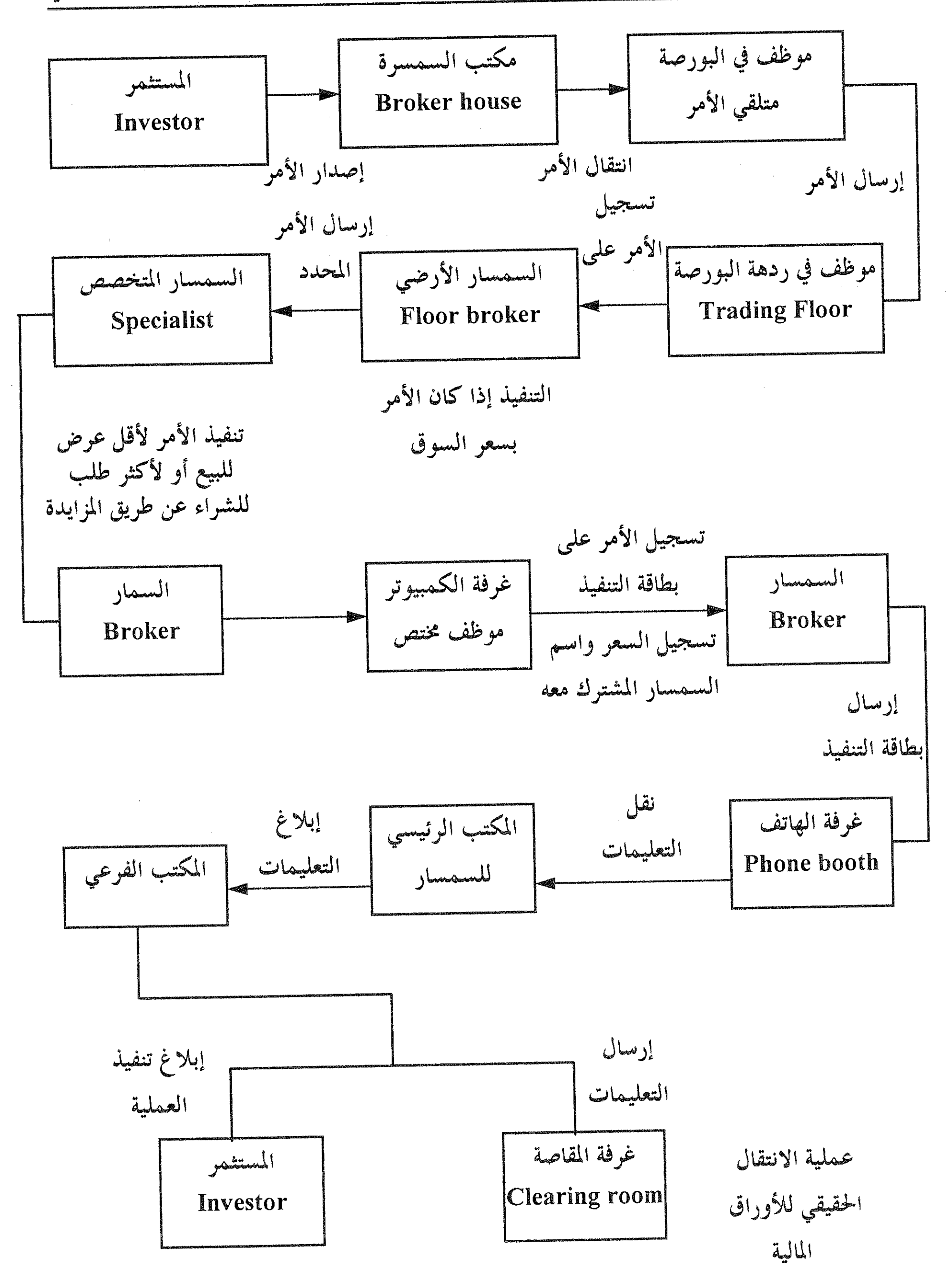
نستعرض فيما يلي كيفية التداول في بورصة نيويورك كنموذج لهذا النظام:

يقدم العميل طلب بيع أوراق مالية إلى أحد مكاتب السمسرة. حيث يوجد لهذه المكاتب أعضاء في البورصة (سماسرة). ينقل موظف مسؤول في مكتب السمسرة أوامر العميل إلى البورصة عن طريق اتصاله بالموظف المنوط به تلقي الأوامر. يقوم متلقي الأمر بإرسال الأمر إلى أحد موظفي ردهة البورصة (*Trading floor*)، يسجل الموظف المذكور الأوامر على بطاقة مخصصة لهذا الغرض ويناولها إلى السمسار الأرضي (*Floor broker*)، يقوم السمسار الأرضي بتنفيذ الأمر بأفضل سعر ممكن إذا كان الأمر صادراً للتنفيذ بسعر السوق (*Market order*). أما إذا كان الأمر محدداً (*Limit order*) فيتصل بالسمسار المتخصص (*Specialist*)، حيث يقوم بتنفيذه عند أول فرصة مواتية وفقاً للسعر الذي حدده العميل. بعد إتمام العملية يقوم السمسار بتسجيل السعر على البطاقة التي يتسلمها من الموظف المختص ويسجل عليها اسم السمسار الذي اشترك معه في تنفيذ العملية، ثم يتوجه إلى حجرة الهاتف (*Phone booth*) حيث يسلم هذه التعليمات إلى موظف الهاتف، الذي ينقل بدوره تلك التعليمات إلى المكتب المركزي (المكتب الرئيسي للسمسار) ويقوم هذا المكتب بإبلاغ المعلومات إلى المكتب الفرعي، حيث يقوم المكتب الفرعي بإبلاغ العميل بأنه قد تمّ تنفيذ الأمر، ويعطيه فاتورة تحتوي على السعر الذي تم به التنفيذ والكمية المشتراة أو المباعة طبقاً للأمر الصادر إلى المكتب. وفي غرفة المقاصة يتم الانتقال الحقيقي للأوراق المالية وثمنها بين البائع والمشتري[٢] ، وفقاً للمخطط التوضيحي الآتي:

---

(١) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١٠٨. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤١٢.

(٢) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١٠٦-١٠٧. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٦٦. وانظر:
Kenneth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing,* p. 46-47, 62-63.



شكل (٥) مخطط توضيحي يبين كيفية تداول الأوراق المالية في بورصة نيويورك

٢ - نظام التفاوض والمساومة (*Negotiation & Bargaining System*)

هذا النظام يقوم على المساومة والتفاوض بين المتعاملين على الأسعار، فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة. وهو نظام معمول به في بورصة لندن للأوراق المالية[١] .

* * *

المطلب الخامس: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية

نستعرض في هذا المطلب طرق تحديد أسعار الأوراق المالية وأنواعها، وكيفية قراءاتها على لوحة تسعيرة البورصة.

أولاً: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب). فإن سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظراً لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللبلاد بصورة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة[٢] . ولتحديد أسعار الأوراق المالية عدة طرق متبعة في معظم البورصات العالمية، وهي:

---

(١) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤١١-٤١٢. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص١٠٨.

(٢) القري، محمد علي: الأسهم، الاختيارات، المستقبليات، **بحوث مجمع الفقه الإسلامي** ١/٢٠٥-٢٠٦، جدة: الدورة السابعة، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م.

١ - التسعير بالمناداة (*Quotation by Action*)[(١)]

يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع).

٢ - التسعير بالأدراج (*Quotation By Racks*)[(٢)]

في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم. حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقاً لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

٣ - التسعير بالاعتراض أو المقارنة (*Price Fixing*)[(٣)]

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي بمجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

٤ - التسعيرة بالصندوق (*Quotation By box*)[(٤)]

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة. فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص. ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

٥ - التسعير بالنسبة المئوية (*Quotation in percentage*)[(٥)]

---

(١) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٢٣. وباز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٧٤.
(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٧٤.
(٣) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٧٤. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٢٥.
(٤) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٥٤. وباز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٧٤.
(٥) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٧٤.

في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

٦ – التسعير بالمطابقة(١)

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني. وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

ثانياً: أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة(٢)

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية:

١ – سعر الفتح (*Opening price*): وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.

٢ – أعلى سعر للورقة المالية (*Higher price*).

٣ – أدنى سعر للورقة المالية (*Lower price*).

٤ – سعر الإقفال (*Closing price*): وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم. ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

---

(١) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٥٤–٤٥٥. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٢٥.

(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٢٧. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٤٦.

ثالثاً: كيفية قراءة لوحة الأسعار

نجد في الجرائد الرسمية اليومية صفحات متخصصة بالمال والاقتصاد والتجارة، ففي تلك الصفحات يتم عرض جداول مختلفة منها ما يتعلق بالسلع كالذهب والمعادن والمواد الصناعية والزراعية الأخرى، ومنها ما يتعلق بالأوراق المالية التي يتداول في بورصة الأوراق المالية، وخاصة الأسهم والسندات.

نستعرض فيما يلي الجداول المتعلقة بأسعار الأسهم والسندات، وكيفية قراءة لوحة أسعارهما.

أ - كيفية قراءة لوحة أسعار الأسهم(١)

يوجد في أعلى كل لوحة خط يحتوي على مجموعة رموز، بواسطتها يتم قراءة أسعار الأسهم المعروضة من قبل الشركات والبنوك المسجلة في تلك البورصة. اخترنا بورصة طوكيو كمثال:

TOKYO Stock Exchange Trasactions:

-Period-				-Daily-			
High	Low	Issue	Vol/1000	High	Low	Close	Chg
4470	2255	Aiwa	334	3140	2970	2990	- 160
980	731	Casio	214	765	760	760	+ 6

(*Period*) تعني الفترة الزمنية التي تم فيها تسجيل أعلى وأدنى سعر لأسهم تلك الشركة. في الدول الآسيوية تلك المدة الزمنية تعبر عن سنة كاملة، ما عدا السعر الذي يتم نشره في هذا اليوم.

---

(١) New Straits Times, Friday, 3 Sept,1999, p.17-20. Stephen, A. Ross. Essentials of Corporate Finance, 1st ed (New York: Richard. D. Irwin, Inc company, 1996) p.166. Faridah, Ali. Effective Stock Market Investment in Malaysia, 1st ed (Kuala Lumpur: Berita publishing, Sdn. Bhd, 1997) p. 42-45.

(*High*) و(*Low*) تشير إلى أعلى وأدنى سعر سجلته البورصة في خلال سنة. والأرقام الموجودة تحت كل منهما تشير إلى سعر السهم بالين الياباني.

(*Issue*) تثبت تحتها أسماء الشركات المصدرة للسهم. فعندنا شركة (*Aiwa*) و(*Casio*).

(VOL/ 1000) تعطينا عدد الأسهم التي يتم التعامل بها خلال اليوم، وذلك بضرب الرقم الذي تحت هذا العمود في ألف أي: (334000= 1000 × 334).

(*High*) تعني أعلى سعر تم تسجيله للسهم الواحد خلال اليوم.

(*Low*) تعني أدنى سعر تم تسجيله للسهم الواحد خلال اليوم.

(*Close*) سعر الإقفال للسهم الواحد.

(*Chg*) تبين التباين بين سعر إقفال اليوم وسعر إقفال اليوم السابق. فإن كان موجباً (+) يعني أن قيمة السهم ارتفع، والسالب (−) يدل على نزول سعره، قياساً على سعر إقفال اليوم السابق. ففي هذا اليوم كان لشركة (*Aiwa*) هبوط (160 -) مقارنة مع سعر إقفال اليوم السابق للسهم الواحد. وأما شركة (*Casio*) فكان لها صعود (6+) بالنسبة لسعر إقفال اليوم السابق.

ويوجد في لوحة أسعار الأسهم لبورصة نيويورك (أربعة رموز) أخرى[1] :

(SYM) تعني رمز الشركة أو الجهة المصدرة.

(Div) مختصر لـ(*Annual Dividend*) أي الربح السنوي للسهم الواحد بالدولار.

(YID %) مختصر لـ(*yield dividend*) نسبة العائد الموزع. وتحسب بتقسيم معدل الربح السنوي للسهم الواحد على سعر الإغلاق للسهم في هذا اليوم.

---

(١) New Straits Times, Friday, 3 Sept, 1999, p. 20. Stephen, Essentials of Corporate Finance, p.166.

(PE) مختصر لـ(*Price Earning ratio*) معدل رسملة الفوائد. وهي النسبة التي يجب أن يضرب بها مردود السهم للحصول على سعره في البورصة.

ب – كيفية قراءة لوحة أسعار السندات

بما أن التعامل على الأسهم أكثر من السندات، لذا فإن جدول أسعار السندات غالباً ما يكون في زاوية من زوايا الصفحات المالية للجريدة اليومية. والجدول أدناه يعطينا أسعار سندات لبورصة نيويورك للأوراق المالية (NY SE)[1] .

NYES Bonds
Quotation as of 4 p. m Extern Time.
Corporation 13 onds

Bonds	Cur YID	Vol	Close	NET Chg
ATT 6s 00	6.5	89	921/8	- 3/8

(ATT) اسم الجهة المصدرة للسند.

(00) تعني أن السند يتم استحقاق دفعه في سنة (2000م).

(6) تعني سعر كوبون السند. أي أن القيمة الاسمية للسند (٦٪) تسلم القيمة الاسمية ($1,000). إذن الكوبون السنوي لهذا السند تكون: 0,06 x $1,000= $60.

(Close) تعطي آخر سعر ممكن للسند عند الإقفال.

(VOL) تبين مقدار السندات التي يتم التبادل بها خلال اليوم في هذا السوق. هنا سعر الإقفال (92. 1/8) للسند الواحد وبما أن تسلم القيمة الاسمية للسند تساوي (1000 $) فمعدل القيمة الاسمية لهذا اليوم عند الإغلاق (92.125 x $1000= $ 921.25).

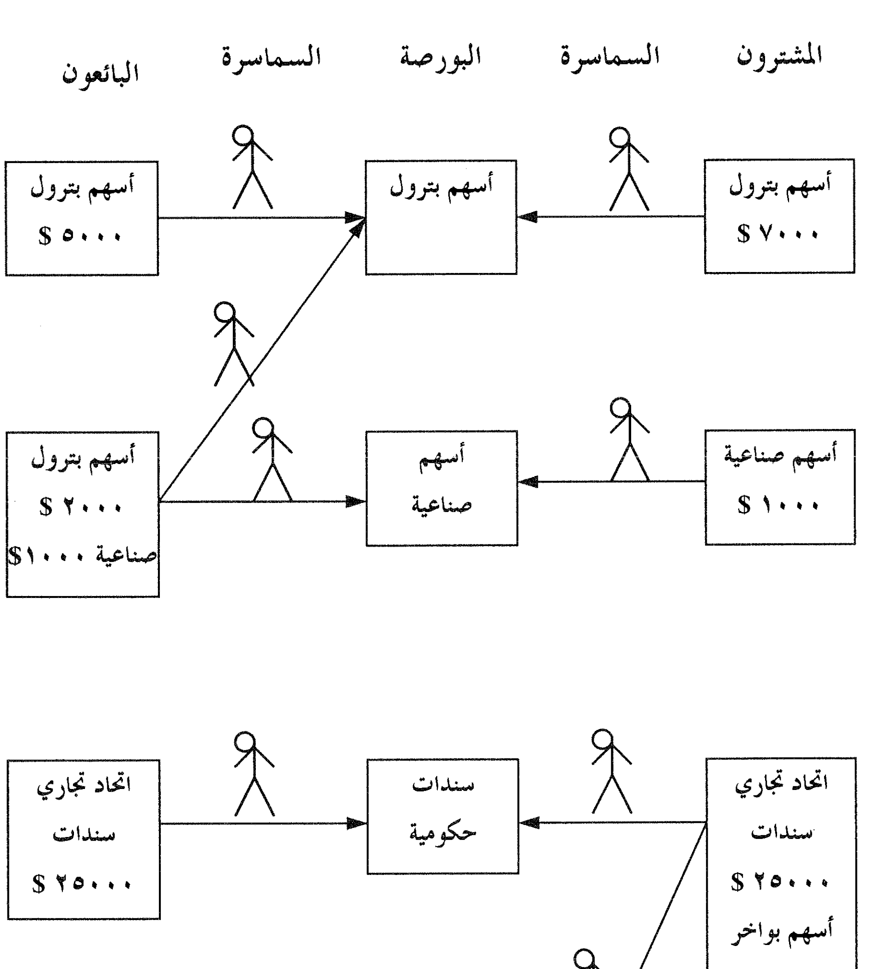
(Net. chg)تبين الفرق بين سعر الإقفال لهذا اليوم واليوم السابق.

(Cur. YID) تعطي الحصة الموزعة للسند عند سعر الإقفال تقسم على سعر السند:

$٦٠ / $٩٢١ ،٢٥ = ٦,٥١٪ or ٦,٥٪

---

(١) Stephen, *Essentials of Corporate Finance*, p. 152-153.



شكل (٦) تخطيط مبسط لكيفية عمل بورصة الأوراق المالية

الفصل الثالث
تداول الأسهم في البورصة
من منظور إسلامي

يتناول هذا الفصل تداول الأسهم في البورصة من منظور إسلامي، حيث يتكون من مقدمة عن الشركات المصدرة للأسهم وثلاثة مباحث:

الأول؛ الأسهم (مفهومها- خصائصها- أنواعها).

الثاني؛ إصدار وتداول الأسهم، التكييف الفقهي لهما.

والثالث: حصص التأسيس وموقف الفقه منها.

مقدمة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية

سبق ذكر تعريف الأوراق المالية بأنها: ((صكوك أو سندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء شائع من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو حق عليه في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات، أو الحق في العائد فقط، مثل حصص التأسيس، وتكون قابلة للتداول بالبيع أو الشراء في أسواق رأس المال)).

وتعتبر شركات المساهمة من أهم الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية.

ولم تكن معروفة لدى فقهائنا المتقدمين بهذا الاسم، وهي في الحقيقة نسخة من شركة العنان في الفقه الإسلامي[١].

١ – شركة المساهمة[٢]: وهي الشركة التي يكون رأسمالها منقسماً إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ويكون كل شريك فيها مسؤولاً بمقدار حصته في رأس المال. ويجمع المساهمين عامل الربح لا الثقة.

---

(١) الشركة في الفقه الإسلامي في الأصل نوعان: شركة أملاك وشركة العقود، وشركة الأملاك نوعان: نوع يثبت بفعل الشريكين كالهبة لهما، ونوع يثبت بغير فعلهما كالميراث. وأما شركة العقود فهي: عقد بين اثنين أو أكثر في عمل تجاري بقصد الربح، يسهمان فيه بالمال والجهد معاً، أو أن يكون المال من أحدهما والعمل من الآخر، على أن يكون الربح بينهما حسب ما يقتضيه العقد أو حسب ما يتفقان عليه ويكون الخسران حسب مال كل منهما، وتنقسم إلى أربعة أقسام:

أ – شركة أموال: وهي نوعان: عنان ومفاوضة.

ب – شركة أبدان: التي تعتمد على العمل والحرفة وضمان العمل وتسمى شركة العمل أيضاً.

جـ – شركة مضاربة: التي تعتمد على المال من جهة والعمل من جهة أخرى.

د – شركة وجوه: التي تعتمد على ثقة الناس بالمتشاركين، وليس لهما مال ولا حرفة، ولكن لهم حسن التصرف والخبرة في البيع والشراء.

وقد قسم ابن رشد الشركة إلى أربعة أقسام: شركة العنان، والمفاوضة، والوجوه، والأبدان. أما الكاساني فقد قسمها إلى ثلاثة أنواع: الأموال والوجوه والأبدان. ثم قال: ((وأما بيان جواز هذه الأنواع الثلاثة فقد قال أصحابنا إنها جائزة عناناً كانت أو مفاوضة)). وشركة العنان هي: اشتراك شريكين أو أكثر للتجارة فيه، ويكون الربح بينهم حسب الاتفاق ولا يشترط فيها التساوي في المال ولا في التصرف ولا في الربح. وشركة المفاوضة هي: مساواة الشركاء في المال والربح والتصرف وغير ذلك.

وقد أجاز الأحناف كل الأنواع المذكورة، أما المالكية فأجازوها كلها إلا شركة الوجوه، والشافعية أبطلوها كلها ما عدا شركة العنان، والحنابلة أجازوها ما عدا شركة المفاوضة. (انظر: الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٧٣/٥-٧٥. وابن رشد، محمد بن أحمد بن محمد: **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، تحقيق: طه عبدالرؤوف سعد، ٤٠٧/٢-٤١٢ (بيروت: دار الجيل، ط١، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م)، وحيدر، علي: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، ٣٥٧/١٠. وسابق، محمد السيد: **فقه السنة**، ٢٩٤/٣-٢٩٧ (مصر: دار الحديث، د. ط. ت).

(٢) رضوان، أبو زيد: **شركة المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٣٥ (د. م: دار الفكر العربي، د. ط، ١٩٨٣م)، والخياط، عبدالعزيز: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ١٤/٢ (بيروت: مؤسسة الرسالة، ط٤، ١٤١٤هـ، ١٩٩٤م)، والخفيف، علي: **الشركات في الفقه الإسلامي**، ص٩٦ (جامعة الدول العربية: معهد الدراسات العربية العالمية، د. ط. ت).

وهي شركة أموال لا أساس فيها للاعتبار الشخصي، والمسؤولية محدودة للشريك المساهم فيها بقدر حصته من الأسهم[١]، والاسم التجاري مستمد من غرضها ولا يحمل اسم أي من الشركاء، ولا اكتساب للشريك المساهم صفة التاجر، وللشريك فيها شخصية اعتبارية (معنوية)[٢].

وأما الحكم الشرعي لشركة المساهمة[٣]، فقد ذهب أغلبية الفقهاء المعاصرين إلى شرعيتها، حيث إن الشروط العامة للشركات في الفقه الإسلامي تنطبق عليها[٤]. فهي تشبه إلى حد ما شركة العنان في الفقه الإسلامي، وخاصة إذا كانت أسهمها عادية، فإن الحقوق فيها متساوية، والمسؤولية فيها بحسب حصة كل مساهم. وكما أن التفويض جائز في شركة العنان[٥]، فيوجد في شركة المساهمة أيضاً، حيث يعتبر مجلس إدارتها وكيلاً عن الشركاء في إدارة العمل.

---

(١) الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية**، ٢/٨٨. ورضوان: **شركة المساهمة والقطاع العام**،ص١٣٥-١٣٩.

(٢) الشخصية الاعتبارية للشركة: تعني اعتبارها شخصاً معنوياً مستقلاً عن إدارة الشركاء الذين كونوها، بأن تكون لها ذمة مالية خاصة. انظر: الخفيف: **الشركات في الفقه الإسلامي**، ص٤٧. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية في الإسلام**، ١/٢٠٦. وزيد، عمر عبدالله: **المحاسبة المالية في المجتمع الإسلامي**، ص٢٢٩ (الأردن: دار البارودي، ط١، ١٤١٦هـ، ١٩٩٥م)، وشابرا، محمد عمر: **نحو نظام نقدي عادل**، ص٣٣٨ (فرجينا: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط٢، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م).

(٣) انظر: الخياط: **الشركات في ضوء الإسلام**، ١/١٩٤-١٩٦. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠. والأمين، حسن عبدالله: **زكاة الأسهم في الشركات**، هامش ص١٠ (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م). ومدني، أمين: **الاستثمار المصرفي في شركات المساهمة في التشريع الإسلامي**، ص١٣٤-١٣٥ (الرياض: الدار السعودية، ط٣، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م).

(٤) الشروط العامة للشركة في الفقه الإسلامي هي:
أ - وجود رأس مال يساهم فيه كل شريك بحصة منه.
ب - مساهمة كل شريك في الأرباح والخسائر بقدر حصته.
جـ - كتابة عقد الشركة بعقد رسمي أو عرفي. انظر: الخفيف: **الشركات في الفقه الإسلامي**، ص٣٠.

(٥) سبق تعريفها.

وكما يجوز تفاضل الشريكين في رأس المال في شركة العنان، فيجوز أيضاً في شركة المساهمة. وتشبه شركة المضاربة في مشاركة المال فقط دون مشاركة الأبدان من قبل المساهمين. ويجوز أن تكون لها شخصية اعتبارية قياساً على جعل الفقهاء للوقف والمسجد والبيت ذمة[1].

وأما (الإيجاب والقبول) فموجود في شركات المساهمة، فالإيجاب يحصل ممن دعا إلى تأسيس الشركة، والقبول ممن استجاب له وساهم فيها.

وأما (التراضي) فموجود أيضاً فكل من يساهم في الشركة، فإنه يوقع عقدها، ويلتزم بشروطها، والعقد في الشرع شفوي والكتابة مستحبة. وكذلك عند بيع أحد الشركاء لحصته فإن الشركة تنتهي إذا لم يتفق الشركاء على الاستمرار مع الشريك الجديد، ولكن بما أن كلاً من الاتفاق والرضا موجودان في شركة المساهمة فلا تنتهي عند بيع أحد الشركاء حصته لشريك جديد.

شركة التوصية بالأسهم[2]: وهي شركة تتألف من نوعين من الشركاء:

أ - **الشركاء المتضامنون:** وهم مسؤولون عن ديون الشركة مسؤولية شخصية تضامنية في أموالهم الخاصة.

---

(١) لا يفصل ذمم الشركاء عن ذمة الشركة في الفقه الإسلامي، ولكن طبيعة الشركات الحديثة توجب أن يكون للشركة ذمة منفصلة عن الشركاء. فقد جعل الفقهاء للوقف ذمة، فهو إذا صح خرج عن ملك الواقف ولم يدخل في ملك الموقوف عليه، فيصبح له وجود مستقل عن ذمة الواقف والموقوف عليه. ومثل الوقف المسجد، فإن الفقهاء جعلوه بمنزلة حر، يملك وأنه يوقف عليه ويوهب له. ومثلهما بيت المال فقد ذكروا له أحكاماً تبين أن له حقوقاً وأن عليه واجبات، فإذا ثبتت الذمة للوقف والمسجد وبيت المال، والذمة مناط أهلية الوجوب، جاز أن تكون للشركة ذمة منفصلة فتكون لها شخصية اعتبارية (معنوية)، وذلك تنظيم تشريعي فقهي يراد به ضبط الأحكام واتساقها، وليس في الشرع ما يمنع ذلك، والعرف والمصلحة تقضي به لتستقيم معاملات الناس. انظر: الخفيف: **الشركات في الفقه الإسلامي**، ص٢٦. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ٢٠٧/١.

(٢) انظر: الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٦/١. وتاج الدين، سيف الدين إبراهيم: نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، **مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، ص٦٠ جدة: جامعة الملك عبدالعزيز، مج ٣، العدد ١، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م.

ب – **الشركاء الموصون**: وهم لا يحملون المسؤولية إلا في حدود حصصهم ولا حقوق لهم في شأن الإدارة والعمل[١] . وتشبه شركة التوصية بالأسهم بهذه الشركاء في كل من: (أ) و (ب) شركة المساهمة، والتي بدورها تشبه شركة العنان في الفقه الإسلامي، ولا تشكل شركة التوصية بالأسهم حقيقة الشركة إلا إذا اجتمعا معاً.

المبحث الأول: الأسهم (*Shares*) (مفهومها- خصائصها- أنواعها).

يناقش هذا المبحث مفهوم الأسهم وخصائصها وأنواعها، والتكييف الفقهي لها.

المطلب الأول – الأسهم مفهومها وخصائصها

أولاً – مفهوم السهم في اللغة والاصطلاح

أ – **السهم في اللغة**: يطلق السهم في اللغة على معان عدة، منها الحظ، النصيب، الشيء من أشياء، النبل، والقدح الذي يقارع به. ويقال: أسهم بينهم أي أقرع، وساهمه أي قاسمه. وأخذ سهماً أي نصيباً[٢] . ففي القرآن الكريم ﴿فساهم فكان من المدحضين﴾ [سورة الصافات: ١٤١/٣٧] أي قارع بالسهام فكان من المغلوبين.

(١) الأمين، حسن: **زكاة الأسهم في الشركات**، ص١٥.

(٢) ابن منظور: **لسان العرب**، ٣٠٨/١٢-٣٠٩. والرازي: **مختار الصحاح**، ص٣١٩. والزبيدي: **تاج العروس**، ٣٥٢/٨. وقلعه جي، محمد رواس، والقنيبي، حامد صادق: **معجم لغة الفقهاء**، ص٢١٥ (بيروت: دار النفائس، ط٢، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م).

ب – مفهوم السهم في الاصطلاح[1] : عرف السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات عدّة ومتقاربة، نذكر منها:

١ – السهم: الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة، والمثبت في صك له قيمة اسمية، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة.

٢ – الصك أو الوثيقة التي تعطى للمساهم إثباتاً لحقه.

٣ – نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه.

فالسهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة.

ثانياً – خصائص الأسهم وحقوق مالكيها

أ – خصائص الأسهم[2] تتميز الأسهم بالخصائص الآتية:

---

(١) انظر: رضوان: **شركة المساهمة والقطاع العام**، ص١٠٨. والقليوبي، سميحة: **الشركات التجارية**، ص٢٤٢ (القاهرة: دار النهضة العربية، ط٣، ١٩٩٣م)، والبقمي، صالح بن زاين المرزوقي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٣٢ (مكة المكرمة: مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، الكتاب ٣٩، ١٤٠٦هـ)، وعلوان، محمد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري**، ص١٩٣ (د. م: د. ن. ط، ١٩٩٤م)، وانظر:

John & Jordan. *Dictionary Of Finance & International Terms*, p. ٤١١, kenneth & Alan. *Guide To Understanding Money & Investing,* p. ٣٤.

(٢) رضوان: **شركات المساهمة والقطاع العام**، ص١١١. والبقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٣٤. والقري: الأسهم، الاختيارات، المستقبليات، **بحوث مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة السابعة، ١/١٠٧. والقليوبي: **الشركات التجارية**، ٢/٢٤٢-٢٤٣. والفكهاني، حسن. والسيد، محمد سنديار: **الموسوعة الحديثة الشاملة للشركات**، ص٢٦٣ (القاهرة: الدار العربية للموسوعات، ط١، ١٩٩٢م)، والشواربي، عبدالحميد: **الشركات التجارية وشركات الأشخاص والأموال والاستثمار**، (الإسكندرية: منشأة المعارف، د. ط، ١٩٨٨م) ٢/٤٢٦.

١ – الأسهم أنصبة متساوية القيمة: حيث تقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، ونتيجة لهذه القيمة المتساوية، تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركات.

٢ – أنصبة غير قابلة للتجزئة: فإن اشترك في السهم أكثر من مساهم جاز، ولكن لابد أن يمثلهم أمام الشركة واحد فقط بالنيابة عنهم.

٣ – صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية: أي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بأي طريق من طرق نقل الملكية، كالبيع والهبة والوصية والإرث والرهن..وغير ذلك.

٤ – مسؤولية الشركاء المساهمين تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها.

ب – الحقوق الأساسية لمالكي الأسهم

يمنح السهم مالكه حقوقاً أساسية، نجملها فيما يأتي[1] :

١ – حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصله، ولا نزع ملكيته لأسهمه، دون ارتكابه ما يستوجب ذلك قانوناً، لأنه حق معلق على إرادته وحده.

٢ – حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أو بالبريد أو بالتوكيل.

٣ – حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة، وكذلك موجوداتها عند التصفية.

٤ – حق مراقبة أعمال الشركة كمراجعة ميزانيتها وحساب أرباحها ونحو ذلك.

---

(١) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية في الإسلام**، ١٨٢/١. وعلوان: **شركات المساهمة في التشريع المصري**، ص١٩٥. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٢-١٣.

٥ – حق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس إدارة الشركة، بسبب التقصير في أداء وظائفهم.

٦ – حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، إذا ما قررت الشركة إصدارها.

٧ – حق التنازل عن أسهمه، وذلك بالتصرف فيها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

المطلب الثاني: أنواع الأسهم (*Classes of Shares*)، والتكييف الفقهي لها

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع متعددة بحسب الاعتبار الذي يتخذ للتصنيف، وذلك على النحو الآتي:

أولاً – باعتبار الشكل القانوني

أ – أسهم اسمية (*Nominal Shares*)[١]: وهي الأسهم التي يسجل عليها اسم حاملها وتثبت ملكيته لها، وتتداول بطريقة التسجيل. وهذه يجوز إصدارها شرعاً، لأن الأصل أن يملك المساهم السهم في الشركة بتقديم حصته فيها، وله الحق في حمل الصكوك المثبتة لحصته باسمه[٢].

ب – أسهم لحاملها (*Bearer Shares*)[٣]: وهي الأسهم التي يكتب عليها (لحاملها) فقط، دون تسجيل الاسم، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وتتداول بطريقة الحيازة الفعلية.

---

(١) البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٥٤. وباز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٣٩. ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١١٥. وعلية: **القاموس الاقتصادي**، ص٢٣٣.

(٢) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٩/١.

(٣) المرجع السابق، ١٨١/١. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٥٤. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٦١.

ولا يجوز إصدار وتداول هذا النوع لجهالة اسم صاحبها، والتي تؤدي إلى النزاع والخصومة وإضاعة الحقوق، ووقوع الضرر على من اشتراها، لاحتمال سرقتها أو اغتصابها. ثم إن جهالة صاحبها قد يجعلها في يد فاقد الأهلية الذي لا يجوز اشتراكه بنفسه، حيث جاء في المادة (١٣٣٠) من مجلة الأحكام العدلية «يشترط على العموم أن يكون الشركاء عاقلين ومتميزين»[١] . وحتى من الناحية القانونية فإن كثيراً من التشريعات الوضعية تمنع إصدار هذا النوع[٢] .

جـ - أسهم للأمر أو الإذن (*An order Shares*)[٣] : وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة (للأمر) وتتداول بطريقة التظهير.

مع أن هذا النوع نادر الوقوع، وقد ذهب الدكتور الخياط إلى جواز هذه الأسهم، وذلك لمعرفة الشريك الأول ومعرفة الشريك الثاني أو الثالث الذي تظهر له الأسهم. فالجهالة منتفية فلا يفضي إصدارها وتداولها إلى نزاع أو ضرر، وإن نقل الملكية من شريك إلى شريك جديد بالبيع أو التنازل جائز شرعاً[٤] . ويرى الأستاذ حسن الأمين أنها غير جائزة شرعاً، لأنها تصدر سائبة لغير مالك معين يتأتى منه تظهيرها.

ثانياً - باعتبار الحقوق الممنوحة لمالكيها

أ - **الأسهم العادية** (***Common Shares***)[٥] : وهي التي تتساوى في قيمتها

(١) حيدر، علي: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، مج٣، ج١٠/٣٦٦.

(٢) رضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص٥٣٤.

(٣) البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٥٥-٣٥٦. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٨١.

(٤) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٩٩. ورضوان: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص٥٣٤.

(٥) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١١. ورضوان: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١١٧. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٨١. والنقمي: **شركات المساهمة والنظام السعودي**، ص٣٥٩. والأمين، حسن: **زكاة الأسهم في الشركات**، ص١٣. وانظر:
John, M. Dalton. *How the Stock Market Works,* p. 10, Stephen. *Essentials of corporate Finance*, p. 167.

وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية، ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو مزية أخرى، ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه. ولقد سبقت الإشارة إلى الحقوق التي تمنح لحاملها فلا حاجة إلى تكرارها.

وهناك شركات (وفقاً للقوانين الوضعية) تصدر أسهماً متفاوتة في الحقوق، كحق التصويت أو توزيع الأرباح، وهناك أسهم عادية ضامنة لها طرف ثالث (الحكومة مثلاً أو شركة أخرى) يضمن لها حداً أدنى من الأرباح الموزعة.

والأسهم المتفاوتة في الحقوق لا تجوز شرعاً، وهي محل اتفاق الفقهاء، وذلك لأن الأصل هو عدم التفاوت في الحقوق بين الأسهم إلا بمقدار عددها ما دامت متساوية[١].

ب – **الأسهم المؤجلة** (*Differed Shares*)[٢]: وهي التي تعطى عادة للمؤسسين ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم نسبة معينة من رأس المال.

هذه الأسهم كأسهم التمتع غير جائزة شرعاً إلا بشروط، نذكرها في معرض التكييف الفقهي لأسهم التمتع.

جـ – **الأسهم الممتازة** (*Preferred Shares*)[٣]: وهي التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وتعطي لحاملها حقوقاً إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم، ويرجع إصدار الأسهم الممتازة من قبل الشركات إلى أحد سببين:

---

(١) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٩/١. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**،٢٢٠/٢. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٣/١.

(٢) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١١٣/١.

(٣) البقمي: **شركات المساهمة والنظام السعودي**، ص٣٥٩. وعلوان: **شركات المساهمة في التشريع المصري**، ص٢٠٢. وانظر:

Stephen. *Essential of Corporate Finance,* p.171, Faridah. *Effective Stock Market Investment in Malaysia,* p. 48, Kennth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing,* p. 34-35.

الأول: عدم إقبال الجمهور على الاكتتاب في الأسهم الجديدة الصادرة.

والثاني: الاحتفاظ بحملة الأسهم القديمة بإعطائهم امتيازات على ما بذلوه من جهود في سبيل إنجاح الشركة.

ومن الناحية الفقهية لا يجوز إصدار هذه الأسهم، التي لها أفضلية على الأسهم العادية وذلك لتساويها في القيمة، وبالتالي يلزم تساويها في الحقوق[١] ، فلا يجوز أن تكون لها الأولوية في نسبة معينة من الأرباح، وكذلك الأولوية في التصويت.

١- فبالنسبة لحق الأولوية في الأرباح بنسبة معينة، وحق الأولوية في استرداد هذه الأسهم كاملة عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية، وحق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت، فهذه الامتيازات لا تجوز شرعاً، لأنها زيادة بلا مقابل مال أو عمل أو ضمان، فيتضمن الربا المحرم شرعاً، ولأنها تخالف مقتضى عقد الشركة، حيث إن مبناها على المخاطرة والمشاركة في الغنم والغرم، على قدر الحصص، وهو محل اتفاق الفقهاء[٢] . فقد جاء في الخرشي: «تفسد الشركة إذا وقعت بشرط التفاوت في الربح»[٣] .

٢ - وأما بالنسبة لحق التصويت في الجمعية العمومية بأكثر من صوت، فهذا لا يجوز أيضاً لأن الأصل تساوي الشركاء في الحقوق ومنها حق التصويت بحسب الأسهم، وأما التنازل عن التصويت مقابل حق فجائز[٤] .

---

(١) انظر: الأمين، حسن: **زكاة الأسهم في الشركات**، ص١٤. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٣.

(٢) ابن الهمام، محمد بن عبدالواحد السيواسي: **فتح القدير**، ٥/٤٠٢ (بيروت: دار إحياء التراث العربي، د. ط. ت)، والنووي: **المجموع**، ١٤/٧١. والسرخسي: **المبسوط**، ١١/١٥٦.

(٣) الخرشي: **الخرشي على مختصر سيدي خليل**، ٦/٤٥.

(٤) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة السابعة، ١/١٤.

وأما نوع الامتياز الجائز شرعاً[١]، فهو حق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب عند تقرير زيادة رأس المال على المساهمين الجدد، وذلك لأنهم أولى من غيرهم بأن تظل الشركة منحصرة فيهم، بل لا يصح إصدار أسهم جديدة إلا بموافقتهم وفقاً لحق الشفعة المقرر شرعاً[٢].

ثالثاً – باعتبار الحصة المدفوعة

أ – الأسهم النقدية (*Cash Shares*)[٣]: وهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقداً. وهذه الأسهم جائزة بالاتفاق، وذلك لأن الأصل في الشركة هو تقديم الحصة إليها نقداً، الذهب أو الفضة، أو ما يقوم مقامهما من الأوراق النقدية في عصرنا[٤].

ب – الأسهم المعينة (*Vendor's Shares*)[٥]: وهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عيناً عقاراً أو منقولاً. وقد اختلف الفقهاء في جواز الاشتراك بالحصة العينية (يسميها الفقهاء بالعروض) على ثلاثة أقوال:

---

(١) انظر: القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة السابعة، ١٥/١. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢٢٤/٢. وتاج الدين، سيف الدين: نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، **مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، مج٣، العدد ٧، ص٦١.

(٢) الشفعة: استحقاق الشريك انتزاع حصة شريكه المنتقلة عنه من يد من انتقلت إليه. وأدلتها كثيرة في السنة النبوية أشهرها ما رواه جابر رضي الله عنه قال: ((قضى رسول الله ﷺ، بالشفعة فيما لم يقسم فإذا وقعت الحدود وصرفت الطرق فلا شفعة)) متفق عليه. انظر: العسقلاني، ابن حجر: **فتح الباري شرح صحيح البخاري**، كتاب الشفعة، حديث ٢٢٥٧، ٤٣٦/٤. والنووي: **صحيح مسلم بشرح النووي**، باب المساقاة، حديث ١٣٤، ٤٦/١١.

(٣) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٨١/١. والبقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٦. والشواربي: **الشركات التجارية**، ص٥٦٤-٥٦٥. ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١١٦.

(٤) ابن رشد: **بداية المجتهد**، ٢٥٢/٢. وابن قدامة: **المغني مع الشرح الكبير**، ١٢٤/٥.

(٥) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٨٦. والبقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٦. والزحيلي، محمد وهبة: **الفقه الإسلامي وأدلته**، ١٩٥/٩ (دمشق: دار الفكر، ط١، ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م)، والقليوبي: **الشركات التجارية**، ص٢٤٧.

١ – جواز الاشتراك بالعروض مقومةً. وبه قال المالكية وأحمد في إحدى الروايتين عنه[١].

٢ – جواز الاشتراك بالمثليات كالحبوب والأدهان، وبه قال الشافعي ومحمد ابن الحسن من الحنفية[٢].

٣ – عدم الاشتراك بالعروض مطلقاً. وبه قال أبو حنيفة وظاهر مذهب أحمد[٣].

والراجح من هذه الأقوال هو القول الأول، وذلك لأن أصحاب القول الثاني والثالث نظروا إلى الشركة في العروض باعتبار ذاتها وعدم تحقق الضمان إلا بعد التصرف فيها، وأن أصحاب القول الأول يطلقون الجواز بعد تقديم العروض والاتفاق على القيمة، فتصبح القيمة هي محل الشركة، وبذلك يتحقق الضمان. وهذا التقويم والضمان متحققان في عصرنا بصورة أدق، وذلك لوجود معايير دقيقة للتقويم ولوجود النقود كوسيط للتبادل ومقياس للقيم، مما يجعل الحصة العينية تحت ضمان الشركة بمجرد تقديمها. فننتهي إلى القول بأنه يجوز الاشتراك بالحصة العينية، ما دامت هناك إمكانية معاينتها وتقويمها تقويماً صحيحاً بالنقد.

أ – الأسهم المختلطة (*Mixture Shares*)[٤]: وهي الأسهم التي يكتتب بها

---

(١) ابن قدامة: **المغني**، ١٢٤/٥–١٢٥. وابن تيمية، تقي الدين أحمد: **مجموع الفتاوى**، ٩١/٣٠ جمع وترتيب: عبدالرحمن بن محمد بن قاسم النجدي، (بيروت: دار العربية، ط١، ١٣٩٨هـ)، والدسوقي، شمس الدين محمد عرفة: **حاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، ٣٤٩/٣ (القاهرة: دار إحياء الكتب العربية، د. ط. ت).

(٢) الشربيني، شمس الدين محمد بن محمد الخطيب: **مغني المحتاج إلى معرفة ألفاظ المنهاج**، تحقيق: علي محمد عوض وعادل أحمد عبدالموجود، ٢١٣/٢ (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١٥هـ، ١٩٩٤م). وابن الهمام: **شرح فتح القدير**، ١٧/٥.

(٣) ابن قدامة: **المغني مع الشرح الكبير**، ١٢٥/٥. وابن عابدين، محمد أمين: **حاشية قرة عيون الأخيار تكملة رد المحتار على الدر المختار**، ٣٤٠/٣ (د. م: دار الفكر، ط٢، ١٣٦٨هـ، ١٩٦٦م)، والكاساني: **بدائع الصنائع**، ٧٧/٥.

(٤) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٨١/١. والبقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٦.

المساهم ويدفع قيمتها مختلطاً بالنقد والعين، كمن يصبح مساهماً بعقار ومبلغ نقدي. وهذه الأسهم جائزة حيث يقدر القسم العيني بالنقود كالأسهم العينية.

رابعاً- باعتبار التصويت(١)

أ - الأسهم المصوتة (*Voting Shares*): وهي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب، وهي جائزة شرعاً.

ب - الأسهم غير المصوتة (*Non-Voting Shares*): وهي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لمالكيها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس إدارة الشركة.

خامساً- باعتبار المنح وعدمه(٢)

أ - أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها. فهذا مما لا غبار عليه شرعاً.

ب - أسهم منح (مجانية): وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

يجوز هذا النوع شرعاً إذا تم المنح بالتساوي حسب الأسهم، لأن ذلك مال المساهمين فلهم الحق في الحصول عليه.

---

(١) حمود، سامي: الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانيات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين الوسائل الاستثمارية في البنوك التقليدية، **المصارف الإسلامية**، ص١٦٨ (د. م: اتحاد المصارف العربية، د. ط، ١٩٨٩م).

(٢) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٢٥.

سادساً- باعتبار الاستهلاك واسترداد القيمة

أ - أسهم رأس المال[1] : وهي الأسهم التـي يقدمهـا المسـاهم للشـركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها. وهـذا النـوع جائز شرعاً، فهو الأصل والقاعدة في الشركات.

ب - أسهم التمتع (الاستهلاك)[2] : وهي الأسـهم التـي اسـتهلكت قيمتهـا بـأن ردت قيمتهـا الاسـمية إلى المسـاهم تدريجيـاً، أو دفعـة واحـدة أثنـاء حيـاة الشركة، وهو ما يسمى بإطفاء الأسهم.

حالات اسـتهلاك السـهم[3] : إن الأصـل في الأسـهم هـو عـدم جـواز إخـراج الشريك باستهلاك أسـهمه، ولكـن هنـاك حـالات تضطـر الشـركة إلى إخـراج أسهم تمتع، من تلك الحالات:

أ - إذا كانت موجودات الشـركة ممـا يسـتهلك بالاسـتعمال بعـد مـدة مـن الزمن، كالاستثمار في سفن بحرية أو سيارات نقل.

ب - إذا كان مشروع الشركة يقوم علـى حقـوق مؤقتـة، كـالحصول علـى امتياز من الدولة، تؤول ممتلكات الشركة إلى الدولـة بانتهـاء المـدة المتفـق عليهـا كشركات الكهرباء واستخراج البترول ونحوها.

جـ - إذا كان نشاطها يتعلق باستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعة، والتي تنتهي بعد فترة من الزمن كاستخراج المعادن ونحوها.

---

(١) البقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٦١. والقره داغـي: الأسـواق الماليـة في مـيزان الفقـه، **مجمـع الفقـه الإسـلامي**، الـدورة ٧، ١٢١/١. ورضـوان، أبـو زيـد: **شـركات المسـاهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١١٩.والقليوبي: **الشركات التجارية**، ٢٥٣/٢.

(٢) البقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٦١. والخياط: الشركات في ضـوء الإسـلام، **الإدارة المالية**، ١٨١/١. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٢١/١، ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١١٩- ١٢٠.

(٣) القليوبـي: **الشـركات التجاريـة**، ٣٥٤/٢. والبقمـي: **شـركات المسـاهمة في النظـام السـعودي**، ص٣٦٢.

وأما رأي الشرع في هذه الأسهم فمنها ما هو جائز ومنها ما هو غير جائز حسب صور استهلاكها (إطفائها)، فلا تجوز شرعاً في صورتين:

١- إذا استردت القيمة الحقيقة للسهم سواء كانت أعلى أو أقل من قيمته الاسمية، لأن صلة المساهم تنتهي بالشركة، وذلك لاستيفاء ماله، فلا يستحق شيئاً من ربح الشركة ولا يتحمل خسارتها[١].

٢- إذا استردت القيمة الاسمية للسهم وكانت أعلى من القيمة الحقيقة للسهم، لأنه استوفى رأس ماله المدفوع كاملاً. فتنقطع صلته عن الشركة فلا يستحق أي ربح ولا يتحمل أي خسارة أيضاً[٢]. وإن الربح في الشركات يستحق بأحد أسباب ثلاثة: هي المال، والعمل، والضمان[٣]، ولا يوجد أي سبب منها في الصورتين أعلاه.

ويجوز شرعاً الصور الآتية[٤]:

١- أن يعطى المساهم قيمة السهم الاسمية أقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له في موجودات الشركة وفي رأسمالها الاحتياطي فيستحق حينئذٍ أن يأخذ جزءاً من أرباح الشركة حسب النسبة الباقية من قيمة أسهمه غير المستردة إليه.

٢- التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عدد الأسهم.

٣- اقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنوياً وإيداعه باسم المساهمين، إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعاً إلى حين انتهاء الشركة أو انتهاء امتيازها فيأخذونه.

---

(١) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ٢٠٠/١.

(٢) المرجع السابق، ٢٠٠/١.

(٣) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٨٢/٥.

(٤) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٢٢/١. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ٢٠٠/١. والبقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٧١.

فلا تجوز إنشاء أسهم تمتع إلا بهذه الصور الثلاث، وذلك لأن عقد الشركة في الفقه الإسلامي مبني على المساواة بين جميع الشركاء، وتحمل الجميع المخاطرة واستحقاقهم الأرباح. فإذا اقتصرت أسهم التمتع على بعض المساهمين، ففي حالة ربح الشركة سيتضرر أصحاب أسهم التمتع وفي حالة خسارتها سيتضرر أصحاب الأسهم العادية. والمساهم الذي يقبل سهم التمتع يتوقع خسارة الشركة إذا كانت مما تنتهي بانتهاء عملها أو انتهاء امتيازها. مع هذا نرى أنه لا حاجة إلى أسهم التمتع، فلو بقيت الشركة على حالها وبقي أصحاب الأسهم على أسهمهم إلى موعد التصفية لأخذ كل مساهم نصيبه من الأسهم قل أو كثر نقداً أو عيناً، فلو نقصت موجودات الشركة عن رأس المال، وقد أنتجت أرباحاً فلا يقال إنها خاسرة، لأنها سبق أن وزعت على المساهمين من الأرباح ما يغطي نقص رأس المال وزيادة، وإذا خسرت الشركة فإن الشركاء دخلوها على الربح والخسارة فلابد من تحمل الخسائر أيضاً.

* * *

المطلب الثالث – أنواع قيمة الأسهم وموقف الفقه منها

أولاً – أنواع قيمة الأسهم للأسهم في الشركة قيم متعددة، وهي[1] :

١ – القيمة الاسمية (*Nominal Value*): وهي القيمة التي تكون مبينة على السهم، والتي يدفعها المساهمون حصة لاشتراكهم عند تأسيس الشركة.

---

(١) انظر: باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١١٩٥-١١٩٦. وعلوان: **الشركات المساهمة في التشريع المصري**، ص١٩٣. والموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ٢٧٣/٦. وهيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٥٤٧. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٠-١١. والبقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٥٦-٣٥٨. والقليوبي: **الشركات التجارية**، ٢٤٦/٢. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢١٣/٢-٢١٥. وعمر: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، السنة ١٧، ١٩٩٨م، العدد ٢٠٥، ص٢٦. وانظر:
Faridah. *Effective Stock Market in Malaysia,* P. 40.

ويحسب رأس مال الشركة طبقاً للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم.

٢ - قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة، عندما تريد الشركة زيادة رأس مالها، لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها. وقد تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أعلى، أو أقل منها.

٣ - القيمة الحقيقية للسهم: وهي المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة، أي يشمل رأس المال المدفوع، وموجودات الشركة وأرباحها، بعد استنزال ديونها، ويحسب بحاصل قسمة الموجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.

٤ - القيمة السوقية للسهم (التجارية) (*Market Value*): وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق التجارية. وتختلف عن القيمة الاسمية بحسب العرض والطلب، وبحسب نجاح الشركة في أعمالها وضخامة موجوداتها، ورأس مالها الاحتياطي، وبحسب الظروف السياسية والاقتصادية.

ثانياً - كيفية تحديد قيمة السهم[١]

إن أحد الخطوات التي لابد للمستثمر أن يخطوها عندما يريد الاستثمار في الأوراق المالية هي تحديد قيمة السهم وعناصر الجذب فيه. وتتحدد قيمة السهم الحقيقية من خلال بعدين أساسين:

أ - تحديد نسبة العائد على السهم باعتباره أحد العوامل المحفزة للاستثمار فيه. ويحسب وفقاً للمعادلة الآتية: **نسبة العائد = عائد السهم ÷ سعر السهم**.

مثال: إذا كان سعر السهم (١٠$) وعائده (١٠$) سنوياً، فإن نسبة العائد تصبح:

١٠ ÷ ٥٠ = ٢٠٪.

(١) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٤٥-١٤٦.

ب - حساب القيمة الحقيقية للسهم: وذلك من خلال معادلتين أساسيتين:

١ - القيمة الحقيقية للسهم على ما هو قائم الآن:

القيمة الحقيقية = القيمة الاسمية × العائد السنوي × $\frac{١}{٢}$.

مثال: إذا كان قيمة السهم الاسمية (٢٠٠$) ومعدل عائده السنوي (١٠٪) فإن القيمة الحقيقية تصبح: (٢٠٠× ١٠ × $\frac{١}{٢}$ = ١٠٠٠$).

أي أن قيمة السهم الحقيقية تفوق كلاً من قيمته الاسمية والسوقية، وبالتالي فإن هذا السهم يباع في السوق بأقل من قيمته، وهو يمثل فرصة استثمارية مناسبة للتعامل عليه.

٢ - القيمة الحقيقية باعتبار معدل النمو السنوي

القيمة الحقيقية للسهم = القيمة الاسمية (العائد السنوي + معدل النمو السنوي) × $\frac{١}{٢}$.

ففي المثال السابق، إذا كان معدل النمو السنوي للسهم (٥٪)، فإن القيمة الحقيقية تصبح: ٢٠٠ × (١٠ + ٥) × $\frac{١}{٢}$ = ١٥٠٠$.

فإن القيمة الحقيقية تتضمن تراكمات العائد السنوي، ومعدل نمو الأرباح بشكل مستمر.

ثالثاً- موقف الفقه من قيمة الأسهم[١]

١ - القيمة الاسمية: يجوز ابتداءً إصدار الأسهم بقيمة اسمية، لأن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس مال الشركة لابد أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي يساهم به حقيقة في رأس المال.

٢ - قيمة الإصدار اللاحق.

---

(١) الخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٨/١. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٥٦-٣٥٧. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٢٥/١.

أ – يجوز إصدار أسهم لاحقة إذا كانت قيمتها مساوية للقيمة الحقيقية أو السوقية للأسهم فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم جديدة بقيمة إصدارية، سواء كانت مساوية للقيمة الاسمية للأسهم أو أعلى منها أو أقل، لأن العبرة بالواقع، وبسعر السوق ولتعرضها للربح والخسارة.

ب – إذا كانت أقل من القيمة الحقيقية. فهذا لا يجوز شرعاً، وذلك لإلحاق الضرر بالمساهمين القدامى، حيث تؤدي إلى نقصان قيمة أسهمهم أو حرمانهم من حقهم في هذا المال، إلا إذا عوضوا عن حقوقهم من خلال منحهم أسهماً جديدة بقدر حقوقهم، أو دفع الفروق لهم نقداً أو مقسطة أو نحو ذلك.

جـ – وأما إذا كانت قيمة الإصدار أعلى من القيمة الحقيقية، فحينئذٍ إذا كانت تعبر عن سعرها السوقي فهذا جائز.

١ – القيمة الحقيقية: تجوز شرعاً هذه القيمة، لأن أرباح الشركة وموجوداتها تنمو وتتضاعف، فتصبح قيمة السهم أكثر من القيمة الاسمية، بشرط أن تكون تلك المضاعفة عن طريق حلال، وحسب نظام الشركة المتعارف عند التجار فإن لم يكن متعارفاً عليه، فلابد من موافقة المساهمين في الجمعية العمومية للشركة، فهي بمثابة المؤشر الحقيقي لأرباح الشركة أو خسارتها، وهذا هو المطلوب فقهاً لمعرفة أرباح الشركة أو خسارتها.

٢ – القيمة السوقية: يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية، لأنها كالسلع وعروض التجارة، فتختلف بحسب العرض والطلب والمركز المالي للشركة، ولصاحب السهم الحق في بيع ماله (المفرز والمشاع) حسب أسعار السوق.

* * *

المبحث الثاني

إصدار وتداول الأسهم والتكييف الفقهي لهما

يناقش هذا المبحث كيفية إصدار وتداول الأسهم والتكييف الفقهي لهما.

المطلب الأول- كيفية إصدار وتداول الأسهم

أولاً - عملية الإصدار

عندما يتم إنشاء شركة مساهمة، فإنها تقسم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية مكتوب عليها، فتطرح الأسهم للاكتتاب[1] العام أي عرض بيعها على الجمهور. وإذا كانت الشركة قائمة، فإنها قد تعرض أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص أي عرضها على أفراد محدودين كالمساهمين القدامى. وتتم عملية الإصدار في السوق الأولية، ومن خلال أحد البنوك المرخص لها والشركات المنشئة لهذا الغرض[2].

ويتم الاكتتاب على شكل ورقة يذكر فيها اسم المكتتب والأسهم التي اكتتبت فيها وقبوله لعقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي. كما في النموذج الآتي[3]:

الاسم والجنسية	عدد الأسهم	القيمة الاسمية	العملة التي تم بها الوفاء
١-آرام ٢-كوردستان العراق	٢٥٠سهماً	١٥٥	دينار

(١) **الاكتتاب**: عمل إداري يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس مقابل الإسهام في رأس مال الشركة بعدد معين من الأسهم المعروضة. (انظر: رضوان، أبو زيد: **شركة المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص٥٥).

(٢) انظر: عمر: الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٥ السنة ١٧، العدد ٢٠٤.

(٣) الفكهاني: **الموسوعة الحديثة الشاملة للشركات**، ص٢٥٩.

والأسهم التي تصدرها الشركة تحت التأسيس تكون اسمية أو لحاملها أو لأمر، ولكن أغلب الدول لا تسمح إلا بالأسهم الاسمية.

ثانياً - عملية التداول[1]

وهي عملية بيع الأسهم بعد إصدارها، وتتم في السوق الثانوية ولا يجوز في أول تداول للأسهم أن يبيع المساهم أسهمه بأزيد من قيمتها الاسمية إلا بعد نشر حساب الأرباح والخسائر عن سنة مالية كاملة للشركة الجديدة، أما بعد تلك المدة فيجوز له بيع أسهمه بأزيد من القيمة الاسمية حسب أحوال السوق.

ويتم تداول الأسهم ببيع أحد المساهمين لحصته في الشركة، وانتقال السهم من البائع إلى المشتري، وبإحدى الطرق الآتية[2] :

١ - التسجيل: وهي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم الاسمية، فعندما يريد صاحب السهم بيعه، يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، وفي الوقت نفسه، يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة، ويوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازل.

٢ - الحيازة الفعلية: وهي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم لحاملها، حيث تنتقل ملكيتها بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، وذلك لأن اسم المالك غير مكتوب على السهم.

٣ - التظهير: وهي الطريقة التي يتم بها تداول السهم لأمر، حيث يتم نقل ملكية السهم إلى المشتري بالكتابة على ظهر السهم بأنه تم تحويله إلى المشتري (كتابة اسمه) دون الرجوع إلى الشركة.

---

(١) عمر: الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٥ السنة ١٧، العدد ٢٠٤، والقرضاوي، يوسف: **دور القيم والأخلاق في الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٦١ (القاهرة: مكتبة وهبة، ط١، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م). وانظر:
Kenneth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing*, p.43.

(٢) البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٣٨. ورضوان: **شركات المساهمة والقطاع العام**، ص١٢٤. والقليوبي: **الشركات التجارية**، ص٢٧١.

ثالثاً- ضوابط تداول الأسهم

أ - **الضوابط القانونية**[1] : هناك ضوابط قانونية لتداول الأسهم وهي:

١ - لا يجوز تداول الأسهم العينية وأسهم المؤسسين إلا بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين كاملتين من تأريخ قيد الشركة في السجل التجاري.

٢ - لا يجوز تداول الأسهم النقدية التي يكتب فيها الجمهور بأزيد من قيمتها الاسمية إلا بعد نشر الميزانية عن سنة كاملة، لمنع فتح باب المضاربات الوهمية على أسعار الأسهم.

٣ - لا يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس إدارة الشركة طوال عضويتهم، وذلك لضمان حسن إدارة الشركة وعدم إساءة استخدام أموالها حماية للمساهمين فيها.

٤ - للمساهمين القدامى حق الأولوية على المساهمين الجدد في شراء الأسهم المتنازل عنها.

٥ - لمجلس إدارة الشركة حق الأولوية في شراء الأسهم المتنازل عنها أو إلغائها بقصد منع دخول غرباء في الشركة، أو بقصد تخفيض رأس المال عن طريق الإلغاء.

فكما أن هذه القيود وغيرها جائزة قانونياً فهي جائزة شرعاً ما دامت قصد منها المحافظة على استقرار السوق وحقوق المتداولين، فإن لولي الأمر الحق في تقييد المباح إذا رأى في ذلك القيد دفع مفسدة أو جلب مصلحة، وكذلك إذا كان هذا التقييد موجوداً في عقد الشركة أو في نظامها الأساسي، فيكون عقداً عن تراض يبيحه الشرع لقول الرسول ﷺ: ((المسلمون عند شروطهم فيما أحل))[2] .

---

(١) رضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٢٨-١٣٥.

(٢) البخاري، محمد بن إسماعيل: **صحيح البخاري**، كتاب الإجارة، باب أجرة السمسرة، رقم ١٤، ص٧٩٤ (بيروت-دمشق: دار القلم، ط١، ١٩٨١م).

ب – الضوابط الشرعية: من الواضح أن جواز تداول الأسهم ليس على إطلاقه بل هناك ضوابط للتعامل بها، نجملها فيما يلي[١] :

١ – أن لا تكون الأسهم من النوع المحرم شرعاً، كالأسهم الممتازة.

٢ – أن لا يترتب على التعامل بها محظور شرعي، كالربا والغرر والجهالة.

٣ – أن تكون صادرة عن شركة تتوفر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، وأن تكون موضوع نشاط الشركة حلالاً مثل الشركات الإنتاجية والخدمية.

* * *

المطلب الثاني – التكييف الفقهي لإصدار وتداول الأسهم

سبق الحديث عن شركات المساهمة وجواز إنشائها شرعاً. وهي شركات تعتبر إصدار وتداول الأوراق المالية، وخاصة الأسهم من أهم جوانب عملها. ففي هذا المطلب يتم التطرق إلى التكييف الفقهي للأسهم إصداراً وتداولاً.

أولاً – التكييف الفقهي لإصدار الأسهم: للعلماء المعاصرين في إصدار الأسهم رأيان:

أ – التحريم مطلقاً[٢] : قال به الشيخ تقي الدين النبهاني والدكتور عيسى عبده. واستدلوا بما يأتي:

١ – تمثل الأسهم ثمن الشركة في وقت تقديرها، ولا تمثل رأسمالها عند إنشائها.

---

(١) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ٩٤/١. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، ص١٦٩-١٧٣.

(٢) البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٠-٣٤١. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٧/١.

٢ - الأسهم جزء من كيان الشركة لا من رأسمالها، فهي بمثابة سندات بقيمة موجودات الشركة.

٣ - الأسهم ليست موحدة القيمة في كل السنين، ولهذا فإنها لا تمثل رأس المال المدفوع عند تأسيس الشركة، وإنما تمثل رأس مال الشركة حين البيع.

٤ - الأسهم كالأوراق النقدية بعد بدء الشركة.

٥ - شركة المساهمة عقد باطل، فكل ما يصدر عنها فهو باطل.

ب - الإباحة: اتفق جمهور الفقهاء المعاصرين على جواز إصدار وتداول الأسهم واستدلوا بما يأتي[(١)] :

١ - يجوز في الفقه الإسلامي تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يصطلح عليها الشركاء بحيث يكون كل شريك مالكاً لجزء، أو أكثر من هذه الأجزاء التي سميت بالأسهم. فقد ذكر الكاساني السهم بأنه: ((اسم شائع وهو جزء معلوم من الثلث والربع والعشر ونحو ذلك، فبيع عشرة أسهم من مئة سهم من الدار، هو بيع عشرة أجزاء من مئة جزءٍ منها، وهو بيع جزء معلوم منها))[(٢)].

٢ - الأسهم حقوق لأصول عينية ونقدية على المشاع.

٣ - الأسهم تشبه حصص المضاربة المشتركة، فهي عرضة للربح والخسارة. حيث ذهب أستاذنا حسن الأمين إلى جواز خلط أموال المضاربة بمال المضارب، أو مال غيره للعمل بها مضاربة، والربح بين هذه الأموال بنسبة كل منها. ويقول أيضاً: ((يعتبر في نظرنا جميع مساهمي المصرف ممثلين لمجلس الإدارة -

(١) انظر: البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٢-٣٤٣. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٧/١. والخفيف: **الشركات في الفقه الإسلامي**، ص٩٦-٩٧. وعطية، محمد كمال: **محاسبة الشركات والمصارف في النظام الإسلامي**، ص٧٩ (د. م: دار الجامعات المصرية، د. ط. ت).

(٢) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٧٧/٥.

هم عامل المضاربة، وأصحاب الودائع الاستثمارية هم أصحاب المال في علميات المضاربة المشتركة التي تجريها المصارف الإسلامية. أما الإدارة التنفيذية فتعتبر أداة عمل يستعملها ويستعين بها مجلس الإدارة- أصحاب الأسهم باعتبارهم بمجموعهم شخصية معنوية، ذات ذمة في عمليات المضاربة المشتركة التي تمارسها المصارف بأموال المستثمرين»[١].

٤ – انطباق قاعدة الإباحة الأصلية في الأشياء والعقود على الأسهم.

٥ – انطباق قواعد الشركات في الفقه الإسلامي على شركة المساهمة التي تصدر الأسهم[٢].

٦ – تحكيم العرف الصحيح المعتبر الذي لا يعارض دليلاً شرعياً، حيث إن إصدار الأسهم وتداولها غدا أمراً تعارف الناس عليه، فينطبق عليه القاعدة الفقهية: (المعروف عرفاً كالمشروط شرطاً)[٣].

٧ – انطباق شروط العقد على الأسهم كعدم الجهالة المفضية إلى النزاع والغرر، واستبداد شريك بشريك ونحوه.

والذين قالوا بالإباحة منهم من أباح إصدار الأسهم مطلقاً، ومنهم من أباحها بشروط. فممن أطلق الإباحة الشيخ محمد عبده والدكتور محمد يوسف موسى والشيخ محمد الخالصي[٤]. وممن قيدها الشيخ محمود شلتوت[٥] إذ اشترط في

(١) انظر: الأمين، حسن: **المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، ص٤٧-٤٩ و٥٦ (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي العالمي للبحوث والتدريب، د. ط، ١٤٠٨هـ، ١٩٩٨م).

(٢) سبق ذكرها في مقدمة هذا المبحث.

(٣) الزرقا، مصطفى أحمد: **المدخل الفقهي العام**، (دمشق: دار القلم، ١٠٠٩/٢ ط١، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م).

(٤) رضا، محمد رشيد: **تفسير المنار**، ١٢٩/٤ (القاهرة: دار المنار، ط٣، ١٣٧١هـ، ١٩٥٢م)، وموسى، محمد يوسف: **الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة**، ص٥٨-٦٠ (بيروت: دار العصر الحديث، ط٢، ١٤١١هـ، ١٩٩١م)، والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٩٧/١.

(٥) شلتوت، محمود: **الفتاوى**، ص٣٥٥ (جدة: دار الشروق، ط٨، ١٩٧٥م).

التعامل الربوي فيها أن يكون لضرورة. والشيخ عبدالوهاب خلاف[١] الذي اشترط أن لا يكون فيها ربا، والشيخ علي الخفيف[٢] الذي اشترط أن لا تتعارض مع أصل من الأصول الدينية الكلية كتحريم الربا وبيع الخنزير، والشيخ القرضاوي[٣] الذي اشترط عدم اشتمال عمل الشركة على محظور كصناعة الخمر وبيعها، وعدم تعاملها بالفوائد الربوية إقراضاً أو استقراضاً، وقد فرق الدكتور عبدالعزيز الخياط بين أنواع الأسهم، فقال بإباحة إصدار أنواع منها كالأسهم العادية وتحريم أنواع أخرى كالأسهم الممتازة[٤].

وبعد ذكر آراء المانعين والمجيزين في إصدار الأسهم، فالذي يختاره الباحث هو رأي المجيزين الذين قيدوا الجواز بشروط لابد من توافرها في الشركة والأسهم. حيث يتوقف جواز إصدار الأسهم على أمرين:

أ - مجال أعمال الشركة: كعدم التعامل بالفوائد الربوية، وعدم اشتمالها على أعمال محرمة كشركات صناعة الخمور وبيعها.

ب - طبيعة الأسهم من حيث الضمان والتفضيل والتقييد.

ثانياً - التكييف الفقهي لتداول الأسهم (بيعاً وشراءً)

إن عملية التداول كما سبق ذكرها هي بيع أحد المساهمين أو الشركاء لحصته في الشركة وانتقال السهم من البائع إلى المشتري، فالبيع لا يقع على الورقة ذاتها بل على ما تمثله من حقوق ملكية، وتعتبر قابلية السهم للتداول من أهم خصائصه. نستعرض فيما يلي رأي الفقه في هذا التداول:

(١) خلاف، محمد عبدالوهاب: **علم أصول الفقه**، ص٢٣٧ (الكويت: دار القلم، ط٢٠، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م).

(٢) الخفيف: **الشركات في الفقه الإسلامي**، ص٩٧.

(٣) القرضاوي، يوسف: **فقه الزكاة**، ٥٢٢/١ (بيروت: مؤسسة الرسالة، ط٢، ١٩٧٣م).

(٤) انظر: الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢١٢/٢ وما بعدها.

أ – **أدلة المجيزين:** ذهب جمهور المعاصرين إلى القول بجواز تداول الأسهم للبيع والشراء، واستدلوا بما يأتي:

١– أسهم المساهم ملكه الخاص، وله حق التصرف فيه شرعاً بكل أنواع التصرف من بيع أو هبة أو رهن ما لم يلحق ضرر بباقي الشركاء، وبما أن هذا الحق مشروط في نظام الشركات ومعمول به في العرف التجاري، فهو معتبر حسب القاعدة (المعروف عرفاً كالمشروط شرطاً)[١] .

٢– السهم صك يدل على قيمة حصة المساهم، فيجوز أن يبيعه المساهم لشريكه أو لأجنبي. فقد نص الفقهاء على صحة بيع الشريك لحصته، جاء في شرح فتح القدير: «يجوز أن يبيع أحدهما نصيبه من شريكه في جميع الصور. ومن غير شريكه إلا في صورة الخلط والاختلاط فإنه لا يجوز إلا بإذنه»[٢] . ويقول ابن قدامة: «وإن اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز، لأنه يشتري ملك غيره»[٣] .

ويتخرج عليه جواز بيعه حصته لغير شريكه برضاه. ويشترط لصحة البيع إذن الشريك فقد جاء في صحيح مسلم: عن جابر قال: قال رسول الله ﷺ: «من كان له شريك في ربع أو دخل فليس له أن يبيع حتى يؤذن شريكه، فإن رضي أخذه وإن كره ترك»[٤] . وهذا الإذن منصوص عليه في عقد الشركة.

٣ – يجوز بيع حصة المساهم مع أنها شائعة وغير مفرزة أو محددة في ملكية بعض الأصول. فقد ورد في قواعد ابن رجب: «إن بيع النصيب الشائع جائز إذ لا يتوقف على إفرازه»[٥] .

---

(١) انظر: البقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٧. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/٢١٦.

(٢) ابن الهمام: **شرح فتح القدير**، ٥/٤.

(٣) ابن قدامة: **المغني مع الشرح الكبير**، ٥/١٧٣.

(٤) مسلم: **صحيح مسلم بشرح النووي**، باب المساقاة، ٣/١٢٢٩.

(٥) ابن رجب: **قواعد ابن رجب**: القاعدة ٥١، ص٧٤.

٤ - جواز بيع المساهم حصته وهي ليست مقبوضة، فقد ورد في المجموع: «إذا قاسم شريكه باع ما صار له قبل قبضه، يبني على أن القسمة بيع أو إفراز، قال المتولي فإن قلنا القسمة إفراز جاز بيعه قبل قبضه من يد شريكه»[1]. وفي الأسهم فإن قبض المشتري لحصته يكون في استلامه للسهم حسب القاعدة (إن قبض كل شيء بحسبه).

٥ - انتفاء الجهالة والغرر المفسدان للمعاملة في الأسهم المتداولة، وذلك لمعلومية موقف الشركة ومركزها المالي فإنهما يعرضان في صورة ميزانية تنشر دورياً، ولوجود اختصاصيين يقومون بتقسيمها، وكذلك يتم نشر أسعار الأسهم ساعة بساعة، فالمشتري على علم كافٍ بقيمة الأسهم مما يكفي لصحة البيع.

٦ - بيع السهم مباح، لكونه بيعاً لنصيب المساهم في الشركة أو لجزء منه مقابل أوراق نقدية، ويمكن قياس هذا على باب المخارجة في الفقه، فقد جاء في رد المحتار أنه: «إذا أخرجت الورثة أحدهم عن التركة، وهي عرض أو عقار بمال أعطوه له، أو أخرجوه عن تركة هي ذهب بفضة دفعوها له أو بالعكس، صح في الكل للجنسين بخلاف جنسه، قل ما أعطوه أو كثر، لكن بشرط التقابض فيما هو صرف»[2]. والحكم بخروج المساهم بسهمه من الشركة، كحكم خروج الوارث بسهمه من التركة، سواء وقع بلفظ الصلح أو البيع.

٧ - بيع السهم مباح بعموم قوله تعالى: ﴿وأحل الله البيع وحرم الربا﴾ [البقرة: ٢/ ٢٧٥]. وليس من الأدلة ما يخصصه، وبالقاعدة الشرعية أن الأصل في العقود الإباحة، إلا ما دل الشرع على تحريمه[3].

---

(١) النووي: **المجموع شرح المهذب**، ٩/٩٢.

(٢) ابن عابدين: **حاشية رد المحتار**، ٥/٦٤٢.

(٣) ابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبدالحليم: **القواعد النورانية الفقهية**، تحقيق: عبدالسلام محمد علي شاهين، ص١١٢-١١٣ (بيروت: دار الكتب العلمية، د. ط، ١٤١٤هـ، ١٩٩٤م).

٨ - إن بيع المساهم لحصته لا يفسخ الشركة، وذلك لأن الشركاء في شركة المساهمة حسب نظام الشركة متفقون وراضون على إدخال شركاء جدد، مع عدم اشتراط معرفتهم، والرضا أساس في الشريعة الإسلامية لقوله تعالى: ﴿إلا أن تكون تجارة عن تراضٍ منكم﴾ [النساء: ٤/٢٩].

مع وضوح أدلة جواز تداول الأسهم بيعاً وشراءً، يرى البعض عدم جواز تداولها واستدلوا بما يأتي[١]:

١ - اختلاف قيمتها السوقية ارتفاعاً وهبوطاً، ويرد على هذا بأنه أمر طبيعي، لأن مركز الشركة المالي قد تتقوى فترتفع القيمة الحقيقية لأسهمها، وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية، وإذا ضعف المركز المالي للشركة يحصل العكس.

٢ - وجود الجهالة والغرر. ويرد على هذا بما بيّناه في الدليل الخامس من أدلة المجيزين لتداول الأسهم.

٣ - فيه شراء الدراهم بالدراهم. يجاب عنه بما أوردناه في الدليل السادس من أدلة المجيزين.

٤ - نص الفقهاء على أن موت الشريك أو بيعه حصته لآخر يفسخ الشركة، لأن الشركة قامت على معرفة الشركاء بعضهم ببعض. ويرد على هذا ما سبق توضيحه في الدليل الثامن من أدلة المجيزين.

* * *

---

(١) من المانعين الشيخ تقي الدين النبهاني، انظر: البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٤٢.

المطلب الثالث- حكم التعامل بأسهم الشركات باعتبار نوع نشاطها

تختلف الشركات في نشاطاتها ومجالات أعمالها، وبذلك لا يكون حكم التعامل بأسهمها واحداً، بل لكل شركة حكمها الشرعي وفقاً لنوع النشاط الذي تزاوله، يمكن تقسيم الشركات باعتبار نوع النشاط إلى الأقسام الآتية:

١ - شركات تقع عملياتها في دائرة الحلال. يجوز التعامل بأسهم هذه الشركات بلا خلاف.

٢ - شركات تقع عملياتها في دائرة الحرام كالبنوك الربوية وشركات صنع الخمور ونحوها. ويحرم التعامل بأسهم هذه الشركات باتفاق.

٣ - شركات تقع عملياتها في دائرة الشبهات. وهي شركات إنتاج خدمات وسلع مشروعة، ولكنها تتعامل في بعض عملياتها بالحرام، مثل شركات الأدوات الكهربائية والأدوية والسيارات ونحوها، فهي تمول عملياتها أحياناً عن طريق الاقتراض الربوي، أو توظف سيولتها الفائضة توظيفاً ربوياً قصير الأجل[١].

واختلف المعاصرون في حكم التعامل بأسهم هذه الشركات على قولين:

أولاً - حرمة التعامل بها، ما دام أن الشركة لا تقوم على الحلال المحض، وقد استدلوا بأن هذه الأسهم ما دام فيها حرام، أو تزاول شركاتها بعض أعمال الحرام، فتصبح هذه الأسهم محرمة بناءً على النصوص الدالة على وجوب الابتعاد عن الحرام والشبهات، وعلى قاعدة (إذا اجتمع الحلال والحرام غلب الحرام)، وقاعدة (الملحوظ كالملفوظ). ذهب إلى هذا القول الدكتور علي أحمد السالوس والشيخ صالح وآخرون[٢].

---

(١) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٧٥ والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/٩٥.

(٢) انظر: التعقيبات والمناقشات على بحث الدكتور القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/٦٩١-٧٠٧.

ثانياً - جواز التعامل بها، ولكن بضوابط شرعية[١] بناءً على القواعد الفقهية ونصوص الفقهاء المبنية على عموم الشريعة ومبادئها في اليسر ورفع الحرج، ومن تلك القواعد والنصوص ما يأتي:

١ - اختلاط جزء محرم لا يجعل مجموع المال حراماً، مع التفرقة بين ما هو حرام لذاته كالخمر وما هو محرم لغيره (بالكسب)، كالمال المأخوذ غصباً، فهذا المال إذا اختلط بغيره من الحلال لم يحرمه[٢]، فقد سئل ابن تيمية عن الرجل يخلط ماله الحلال بالحرام؟ فأجاب: يخرج بمقدار الحرام بالميزان، فيدفعه إلى صاحبه وقدر الحلال له، فإن لم يعرفه، وتعذرت معرفته تصدق به[٣]. وعلى ضوء هذا المبدأ الذي يجيز التعامل مع من كان في ماله حرام، ولكن غالبه حلال، أجازوا التعامل بأسهم هذه الشركات مع أنها تتعامل مع بنوك ربوية مثلاً.

٢ - قاعدة (يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً)[٤]. ففي هذه الشركات وإن كانت فيها نسبة بسيطة من الحرام، لكنها جاءت تبعاً، وليست أصلاً مقصوداً بالتملك والتصرف ما دامت أغراض الشركة مباحة، فإن نشاطها غير محرمة، غير أن السيولة ونحوها قد تدفعها إلى إيداع أموالها في البنوك الربوية أو الاقتراض منها. فهذا العمل بلا شك محرم يؤثم فاعله (مجلس الإدارة) لكنه لا

---

(١) ذهب إليه الشيخ عبدالله بن سليمان والدكتور مصطفى أحمد الزرقا والدكتور علي القره داغي والدكتور محمد تقي الدين العثماني وغيرهم. انظر: القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٠٩/١. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧٠. وانظر: التعقيبات على بحث القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، ٦٩٦/١-٧٠٢.

(٢) ابن تيمية: **مجموع الفتاوى**، ٣٢٠/٢٩-٣٢١.

(٣) المرجع السابق، ٣٠٨/٢٩. وابن نجيم. زين بن إبراهيم: **الأشباه والنظائر**، ص١١٢-١١٣ (دمشق: دار الفكر، د. ط، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

(٤) حيدر: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، المادة (٥٠٤)، ٥٠/٣.

يجعل بقية الأموال والتصرفات المباحة الأخرى محرمة، وهو عمل تبعي وليس هو الغالب الذي لأجله أنشئت الشركة[١] .

٣ - قاعدة (للأكثر حكم الكل). يقول الكاساني: «لكل شيء أفسده الحرام، والغالب على الحلال فلا بأس ببيعه»[٢] . وقال العز بن عبدالسلام: «وإن غلب الحلال بأن اختلط درهم حرام بألف درهم حلال جازت المعاملة..»[٣] .

٤ - قاعدة (الحاجة تنزل منزلة الضرورة)[٤] ، وقاعدة (عموم البلوى ورفع الحرج عن الناس). فقد ذكر ابن تيمية: «إن الشراء ممن في ماله شبهة لا كراهة فيه إذا وجدت الحاجة إليه»[٥] .

فيجوز التعامل بأسهم هذه الشركات سداً للحاجة الضرورية المتعلقة بعامة المسلمين، فلو امتنع المسلمون من شراء أسهم هذه الشركات لأدى ذلك إلى أحد أمرين: توقف المشروعات التي هي حيوية للمجتمع، أو غلبة غير المسلمين على هذه الشركات وعلى إدارتها. لكن لو أقدم المسلمون على شرائها لأصبحوا قادرين في المستقبل على منع تعاملها مع البنوك الربوية، ولغيروا اتجاه الشركة لمصلحة الإسلام[٦] .

٥ - جواز معاملة غير المسلم مع وجود الشبهة في ماله. فقد ذهب عامة الفقهاء إلى الجواز مع الكراهة، لأنه لا يؤمن تعامله بالربا وغير ذلك من المعاملات غير المشروعة. ويجيزون هذه المعاملة إذا خلت من تلك المعاملات غير

---

(١) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٠٦/١.

(٢) الكاساني: **بدائع الصنائع**، ١٤٤/٦.

(٣) السلمي، عزالدين بن عبدالعزيز: **قواعد الأحكام في مصالح الأنام**، ٧٢/٢- ٧٣ (بيروت: مؤسسة الريان، ط٢، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م).

(٤) حيدر: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، المادة ٣٢، ٣٨/٣.

(٥) ابن تيمية: **مجموع الفتاوى**، ٣٤١/٢٩.

(٦) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٠٧/١. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧١.

المشروعة. فإباحة المعاملة وحرمتها تتوقف على علة وهي المعاملات المحرمة، وليس الإسلام وغيره، والحكم يدور مع العلة وجوداً وعدماً[١] .

ضوابط التعامل بأسهم هذه الشركات: ذكر المجيزون جملة من الضوابط، نجملها فيما يأتي:

١ - قيد الشيخ مصطفى الزرقا جواز التعامل بأسهم الشركات الحيوية التي تؤدي خدمات عامة للناس، ويقع الناس في حرج ومشقة نتيجة انهيارها، ولا يعم الحكم جميع الشركات. فهو يحرم التعامل مع شركة تتعامل بالربا وليست حيوية، لأن المجتمع لا يضر بانهيارها[٢] .

٢ - أن يكون الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض. وإن المسؤولين القادرين في الشركة وفي غيرها آثمون، إذا كان هناك مجال للتغيير[٣] .

٣ - لا يجوز للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة، بل ينبغي تقديره والتخلص منه بإعطائه للفقراء والمستحقين[٤] . ويمكن معرفته من خلال ميزانية الشركة، وإذا تعذرت المعرفة اجتهد في تقديره.

٤ - أن يكون النشاط الجوهري للشركة حلالاً[٥] . وأن تكون قد أسست على القواعد الشرعية للشركة، كعدم التعامل بالربا إقراضاً واقتراضاً.

بعد ذكر آراء المانعين والمجيزين للتعامل بأسهم الشركات التي أسست لأغراض مشروعة ولكن تتعامل أحياناً بالحرام، يتبين أن المانعين نظروا إلى

---

(١) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٧٥ (بتصرف يسير).

(٢) شبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧١.

(٣) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة (٧)،١٠٩/١.

(٤) المرجع السابق، ١٠٩/١-١١٠. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧١.

(٥) العثماني، محمد تقي: تعقيب على بحث الدكتور علي القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ٧٠٢/١.

المسألة من ناحية المعاملة نفسها والنصوص الصريحة في تحريمها، وأما المجيزين فقالوا بحرمة تلك المعاملات مع جواز التعامل بأسهم تلك الشركات، كالتعامل مع غير المسلم مع العلم أن أصوله المالية ليست كلها حلالاً. وخاصة أن المجيزين قيدوا ذلك الجواز بشروط ولم يطلقوه. وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الإسلامية، والسعي لإيجادها. فإن هذا الجواز لا يتعدى الضرورة، وإباحة المحظور للضرورة لا تعني إباحته مطلقاً.

* * *

اعتبارات التقسيم	أنواع الأسهم	الحكم الشرعي
أولاً – باعتبار الشكل القانوني	أ – أسهم اسمية ب – اسهم لحاملها جـ – أسهم لأمر	الجواز الحرمة – الجواز بشروط الجواز
ثانياً – باعتبار الحقوق المانحة لمالكيها	د – أسهم عادية هـ – أسهم مؤجلة ١ – امتياز نسبة ثابتة من الربح ٢ – امتياز أولوية التصويت ٣ – امتياز أولوية الاكتتاب ٤ – امتياز أولوية استرداد القيمة	الجواز الجواز بشروط الحرمة (ما عدا نوعاً واحداً) الحرمة الجواز الحرمة
ثالثاً – باعتبار الحصة المدفوعة	أ – أسهم نقدية ب – أسهم عينية جـ – أسهم مختلطة	الجواز الحرمة – الجواز (الراجح) الجواز
رابعاً – باعتبار التصويت	د – أسهم مصوتة هـ – أسهم غير مصوتة	الجواز عدم الجواز
خامساً – باعتبار المنح وعدمه	و – أسهم غير مجانية ز – أسهم مجانية (منح)	الجواز الجواز
سادساً – باعتبار الاستهلاك	ح – أسهم رأس مال ط – أسهم تمتع (استهلاك)	الجواز الحرمة – الجواز بشروط

شكل (٧) جدول لأنواع الأسهم، والتكييف الفقهي لها

المبحث الثالث

حصص التأسيس (*Founder's Shares*)

من الأوراق المالية الأخرى التي تصدرها شركات المساهمة هي حصص التأسيس نستعرض في هذا المبحث معناها وخصائصها، والتكييف القانوني والفقهي لها.

المطلب الأول - حصص التأسيس معناها وخصائصها، وجه اختلافها عن الأسهم والسندات

أولاً - معنى حصص التأسيس

حصص التأسيس: صكوك من دون قيمة اسمية قابلة للتداول، تصدرها الشركات المساهمة، تمنح الحق في حصة من أرباح الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات مقابل ما قدموه من براءة اختراع أو التزام حصل عليه شخص اعتباري عام(١).

وسميت بحصص التأسيس، لأنها تقرر في بدء الشركة للمؤسسين مكافأة على ما بذلوه من جهود في سبيل تأسيس الشركة. وهذا كان معمولاً به أول ما عرفت هذه الحصص، أما الآن فتعطى هذه الحصص لغير المؤسسين، وفي غير وقت تأسيس الشركة، والتي تسمى بحصص الأرباح.

ولقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة في سنة ١٨٥٨م عند تأسيس شركة (قناة السويس البحرية) لمكافأة مؤسسي الشركة على الجهود التي بذلوها لإنجاح المشروع. ومنذ ذلك الوقت انتشر هذا النوع من الصكوك(٢).

---

(١) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٠٠. ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤١. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٧٢. والقليوبي: **الشركات التجارية**، ٢/٣٠٦.

(٢) رضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٢.

ثانياً - خصائص حصص التأسيس(١)

١ - حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة، لأن صاحب الحصة لم يقدم حصة في رأس المال بل أدى خدمات للشركة.

٢ - حصص التأسيس صكوك اسمية أو لحاملها ولكن ليست لها قيمة اسمية.

٣ - ليس لحامل حصص التأسيس حق التصويت والمشاركة في إدارة الشركة.

٤ - لصاحب حصة التأسيس حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية.

٥ - حصص التأسيس قابلة للتداول وفقاً لتداول أسهم الشركة العادية، فيحق لأصحابها بيعها والتنازل عنها تبعاً لما إذا كانت اسمية أو لحاملها.

٦ - لا تصح تجزئة حصص التأسيس، فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من مالك.

٧ - حصص التأسيس قابلة للإلغاء من قبل الشركة، وذلك لعدم مشاركة حامليها في رأس مال الشركة، ويكون مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة وبعد مضي ثلث مدة الشركة.

٨ - ليس لحامل حصص التأسيس أي نصيب عند تصفية الشركة.

ثالثاً - وجه الاختلاف بين حصص التأسيس والأسهم والسندات

تشبه حصص التأسيس الأسهم إلى حد كبير، وذلك من حيث قابليتها للتداول واستحقاق أرباح الشركة، وعدم تجزئتها، وكونها اسمية أو لحاملها.

---

(١) انظر: القليوبي: **الشركات التجارية**، ٢/٣١٠. ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٢. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٠٥-٣٠٦. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة (٧)، ١/١٢٦. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والنظام الوضعي**، ٢/١٠٧.

وتختلف عن الأسهم بعدم مشاركتها في تكوين رأس مال الشركة، لذلك فإن حاملها ليس مساهماً في الشركة، وليست لها قيمة اسمية، ولا تخول حاملها أي حق في إدارة الشركة، ويمكن إلغاؤها أيضاً من قبل الشركة بخلاف الأسهم، حيث لا يمكن إخراج أحدهم منها، وكذلك لحاملها حق في أرباح الشركة بعد توزيع أرباح المساهمين. فإذا كان الباقي من الأرباح الصافية لا يكفي للوفاء بنصيب المساهمين، أو يكفي نصيبهم فقط، فإن حملة حصص التأسيس لا يحصلون على أي ربح.

وتختلف حصص التأسيس عن السندات في الحصول على الأرباح. حيث إن حامل حصص التأسيس له الحق في نسبة من الربح، ولكن غير ثابتة ومعلقة على وجود أرباح صافية بعد توزيع نصيب المساهمين، لذلك فلا يعتبر حامل حصة التأسيس دائناً للشركة على خلاف حامل السند، فإنه دائن للشركة، وله الحق في فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت، ويشبه حامل السند من حيث أنه يحصل على ربح ولا يشارك في الخسارة.

المطلب الثاني - التكييف القانوني والفقهي لحصص التأسيس

أولاً - التكييف القانوني لحصص التأسيس

لقد أثير حول طبيعة حصص التأسيس في أوساط القانونيين جدل شهير يرجع إلى اختلافهم حول طبيعة مركز صاحب هذه الحصص، إذ يرى البعض أنه (مساهم من نوع خاص)، بينما يرى البعض الآخر أنه دائن، أو له حق ذو طبيعة خاصة، ينفرد بها دون سائر الحقوق المترتبة على الصكوك التي تصدرها شركة المساهمة[1] ، أي مركز خاص لا يعتبر دائناً ولا شريكاً.

ومن الواضح أن مركز صاحب حصة التأسيس لا ينطبق مع مركز المساهم

(١) رضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٢. والقره داغي: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٢٦.

وهو (الشريك) بحصة، وكذلك مع مركز حامل السند الذي يمثل الدائن للشركة بدين مؤكد تربطه بالشركة علاقة تعاقدية ذات فائدة ثابتة. يقول أبو زيد: «يبدو لنا صاحب حصة التأسيس بمثابة دائن بحق أو دائن احتمالي، أو إن شئنا، (فرصة) في الحصول على نصيب في الربح»[(١)] .

بينما يرى الدكتور مصطفى كمال محمد أن صاحب حصة التأسيس شريك في الشركة، وذلك لمشاركته بنسبة في الأرباح، وإن لم يشترك في رأس المال، ولم يتدخل في إدارة الشركة، فإن الموصي مثلاً شريك في شركة التوصية وليس له حق التدخل في الإدارة[(٢)] .

وفندت الدكتورة سميحة القليوبي رأي الدكتور مصطفى الذي قاس الشريك الموصي بصاحب حصة التأسيس، وقالت بعدم صحة القياس، وإن الشريك الموصي وإن كان ممنوعاً من التدخل في الإدارة الخارجية إلا أن له الحق في الإدارة الداخلية، ولا يملك أحد حرمانه منها[(٣)] .

ويرى الدكتور علي حسن يونس أن صاحب حصة التأسيس ليس بدائن ولا شريك، ولكنه في مركز البائع الذي رضي بأن يكون ثمن البيع حقاً احتمالياً غير محدد المقدار وقت البيع، فهو يبيع حقاً من الحقوق في مقابل ثمن احتمالي، يحصل الاتفاق عليه في نظام الشركة[(٤)] .

ويذهب الدكتور عبدالعزيز الخياط أيضاً إلى القول بأن صاحب حصة التأسيس ليس بشريك حيث يقول: «وهذه الخدمات وأمثالها غائبة غير متقومة، ولو قومت فإنها لم تدفع نقداً، ولا عيناً، وليست عملاً مستمراً في الشركة حتى يعتبر حصة، فليس هؤلاء إذن شركاء»[(٥)] .

---

(١) رضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٢.

(٢) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٠٧.

(٣) القليوبي: **الشركات التجارية**، ٣١٦/٢-٣١٧.

(٤) البقمي: **شركات المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٨٠.

(٥) الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢٣٠/٢.

وأما من ناحية إصدار حصص التأسيس فبعد أن أصدرت شركة (قناة السويس البحرية) لأول مرة حصص التأسيس لمؤسسيها، لشراء ذمم رجال الساسة الأوربيين وحملهم على الدفاع عن مشروع قناة السويس في مواجهة معارضيه، جرى العمل على إصدارها من قبل الشركات المساهمة الكبيرة، وذلك لمكافأة مؤسسيها بنسبة من الأرباح، ولتشجيع ذوي النفوذ للإقدام على المساعدة في تأسيس هذه الشركات.

ونتيجة لطبيعة الأهداف التي تسعى وراءها حصص التأسيس وما أدت إليه من نتائج بالغة السوء، وقف كثير من التشريعات ضدها، فحرمها المشرع الفرنسي في قانون الشركات الصادر ١٩٦٦م، كما حظرها المشرع اللبناني والسوري، وأقرها المشرع المصري والسعودي بقيود[1]، وإن تحريم بعض القوانين لحصص التأسيس ليس ناشئاً عن شعور ديني، بل ناتج عما لمسوه فيها من مخالفتها لمقتضى العدالة والمصلحة الاقتصادية.

ثانياً – التكييف الفقهي لحصص التأسيس

نعرض حصص التأسيس على قواعد الفقه الإسلامي وأنواع العقود التي تناولتها الكتب الفقهية لاستبانة مدى مشروعيتها، كما يأتي:

١ – صاحب حصة التأسيس ليس بشريك في الشركة لعدم مساهمته في رأس مالها، فلم يقدم حصة نقدية أو عينية ولا عملاً مستمراً، فلا ينطبق عليه عقد الشركة[2]، فلا يجوز إصدار وتداول حصص التأسيس كحصص شركاء في الشركة.

---

(١) انظر: رضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٢-١٤٣. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٨٣.

(٢) الجزيري، عبدالرحمن: **الفقه على المذاهب الأربعة**، ٧٠/٣ (د. م: دار الإرشاد ودار البيان للتراث، د. ط. ت).

٢ - صاحب حصة التأسيس ليس بدائن للشركة، فلا ينطبق عليه عقد القرض أيضاً[١] ، فلا يحق له أن يحصل على القيمة الاستردادية عند تصفية الشركة.

٣ - وبما أن الأجرة التي يحصل عليها صاحب حصة التأسيس غير معلومة، فلا ينطبق على حصص التأسيس عقد الإجارة[٢] ،لأنها عقد على منفعة معلومة، وكذلك لا ينطبق عليها عقد الجعالة[٣] لوجود الجهالة بالأجر.

٤ - وبما أن الخدمة التي قدمها المؤسس ليس محددة، وكذلك الحصة التي تدفع له ليست معلومة، فلا ينطبق على حصص التأسيس عقد البيع، لجهالة الثمن والمثمن معاً.

وقد ذهب الدكتور علي حسن يونس إلى أن صاحب حصص التأسيس شبيه بالبائع الذي ارتضى أن يكون ثمن البيع حقاً احتمالياً غير محدد المقدار، والبيع حقاً معنوياً[٤] ، ولكن هذا البيع غير جائز شرعاً، لا لأنه حق معنوي، وإنما لجهالة الثمن التي هي من شروط صحة البيع.

٥ - وبما أن حصص التأسيس تصدر مقابل ما يقدمه صاحب الحصة من براءة اختراع أو حق امتياز، فلا ينطبق عليها عقد الهبة بدون عوض[٥] ، وكذلك الهبة بعوض، لأن الهبة بعوض بيع، ويشترط فيها ما يشترط في البيع، منها معلومية الثمن والمثمن إن صحَّ أن يقدر بيعاً.

وبناءً على ما سبق، فلا يجوز إصدار حصص التأسيس وتداولها بالبيع ونحوه، ولا أن يعطى أصحابها حقاً في أرباح الشركة، ولا في الفائض من موجوداتها.

---

(١) المرجع السابق، ٣٠٢/٢.

(٢) حيدر: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، المادة (٤٥٠)، مج١، ج٢/٤٢٦.

(٣) ابن قدامة: **المغني**، ٦٥٦/٥. والبهوتي، منصور بن يونس: **كشاف القناع عن متن الإقناع**، ٢٢٥/٤-٢٢٨ (بيروت: دار الفكر، ط١، ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢م).

(٤) البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٠٨.

(٥) الجزيري: **الفقه على المذاهب الأربعة**، ٢٥١/٣-٢٥٣.

ولكن لابد من عدم حرمـان المؤسسين، والذيـن قدمـوا خدمـات مـن أجـل إنجاح الشركة من براءة اختراع أو حـق امتيـاز، مـن حقوقهـم فلكـي لا تهضـم حقوقهم، من الممكن استبدال هذه الحصص بمكافأة نقدية أو عينية تعطى لهؤلاء مقابل ما قدموا من خدمات فعلية. أو تحويـل قيمـة هـذه المكافـأة بعـد تحديدهـا بأسهم عادية، تتساوى معها في جميع الحقوق والالتزامات[1].



(١) ذهب إلى اختيار هذين البديلين كل من الدكتور الخياط والدكتور صالح البقمي والدكتور علي القره داغي وسمير رضوان. انظر: الخياط: **الشركات في الشريعة والقانون الوضعي**، ٣٠٧/٢. والبقمـي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٨٤-٣٨٥. والقره داغي: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، ١٢٨/١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣١٠.



الفصل الرابع

تداول السندات (*Bonds*)

في البورصة من منظور إسلامي

يناقش هذا الفصل تداول السندات في البورصة من منظور إسلامي، وذلك في مبحثين:

الأول: السندات (مفهومها- خصائصها- أنواعها).

والثاني: إصدار وتداول السندات وموقف الفقه منهما.

المبحث الأول

السندات (مفهومها- خصائصها- أنواعها)

نستعرض في هذا المبحث مفهوم السندات وخصائصها وأنواعها، والتكييف الفقهي لها.

المطلب الأول - مفهوم السندات وخصائصها

أولاً – مفهوم السندات في اللغة والاصطلاح

السند في اللغة: يأتي بمعنى الاعتماد والركون إليه والاتكاء عليه، وما ارتفع من الأرض وجمعه إسناد، ولكن عندما أصبح السند علماً لنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات(١) .

السند في الاصطلاح الاقتصادي: عرف فقهاء القانون التجاري السند بتعريفات عدة، نذكر منها ما يلي:

– السند: وثيقة تثبت تمتع صاحبه بحق معين سواء في ملكية شيء، أو في إمكانية تمتعه بخدمات معينة، أو أن له ديناً على شخص طبيعي أو معنوي(٢) .

– السند: صك قابل للتداول، ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض(٣) .

– السند: صك يمثل قرضاً يصدر بقيمة متساوية قابل للتداول وغير قابل للتجزئة(٤) .

وقد جمع سمير عبدالحميد رضوان هذه التعريفات في تعريف جامع: «السندات صكوك متساوية القيمة، تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حامليها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المثبَّت على الصكوك

---

(١) انظر: ابن منظور: **لسان العرب**، ٣/٢٢٠-٢٢١. والزبيدي: **تاج العروس**، ٢/٣٨١-٣٨٢. والرازي: **مختار الصحاح**، ص١٣٣.

(٢) علية: **القاموس الاقتصادي**، ص٢٢٩.

(٣) عمر، حسين: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٦١. ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٦. وانظر:

John & Jordan. *Dictionary of Finance & Investment Terms*, p. 42. Kenneth & Alan. *Guide to understating money & Investing*, p. 82.

(٤) الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٢. وانظر:

Stephen. *Essential Of Corporate Finance, P. 146.*

في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية»[١] .

ثانياً - خصائص السندات[٢]

تتميز السندات بعدة خصائص، هي كما يأتي:

١ - تمثل السندات ديوناً في ذمة الجهة المصدرة لها (حكومة -شركة - مؤسسة). وحاملها يكون دائناً لتلك الجهة.

٢ - السندات قابلة للتداول كالأسهم، بطريقة القيد أو التسليم.

٣ - السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها. ولحامليها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.

٤ - للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً.

٥ - يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة[٣] ، وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق. إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقاً للأحكام القانونية.

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩١.

(٢) انظر: الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٢-١٠٣. وعمر: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٦٢. ورضوان، أبو زيد: **شركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٦. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩١. وانظر:
John. *How The Stock Market Works*, p. 3.

(٣) إن كانت ضمانها بفائدة، وقد تكون من دونها وهذا قليل.

ثالثاً - الفرق بين الأسهم والسندات[١]

تشبه السندات الأسهم في بعض الخصائص، فلكل منهما قيمة اسمية وقيمة سوقية، وكلتاهما قابلتان للتداول والتعامل، وتتأثر أسعارهما في السوق تبعاً لقوة العرض والطلب، والمركز المالي للشركة، والأحوال السياسية للبلد، ولا تقبلان التجزئة أمام الشركة.

وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه:

السهم	السند
١ - صك يمثل جزءاً من رأس المال.	١ - صك يمثل جزءاً من قرض، ولا تدخل قيمته في رأس المال.
٢ - حامله شريك.	٢ - حامله دائن وليس بشريك.
٣ - يصدر قبل التأسيس وبعده.	٣ - يصدر بعد التأسيس لتوسيع الأعمال
٤ - كل شركة مساهمة لها أسهم.	٤ - لا يلزم أن تكون للشركة المساهمة سندات.
٥ - للمساهم حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية	٥ - ليس له حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية.
٦ - قد يفقد المساهم حصته بسبب ديون الشركة، أو إفلاسها (يتحمل المساهم المخاطر كفقد حصته بسبب إفلاس الشركة).	٦ - صاحب السند لا تقع عليه أية أخطار، فإن حصته مضمونة.

---

(١) الهمشهري: **الأعمال المصرفية في الإسلام**، ص١٧١-١٧٣. ورضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٧. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٣. والسدلان، صالح غانم: **زكاة الأسهم والسندات والورق النقدي**، ص١٥ (الرياض: دار بلنسية، ط٣، ١٤١٧هـ)، وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧٦-١٧٧. والقرضاوي: **فقه الزكاة**، ١/٥٢٢.

٧ - لحامل السهم حق في ربح متغير إذا ربحت الشركة.	٧ - لصاحب السند حق في فائدة ثابتة لا تتغير ربحت الشركة أم خسرت.
٨ - لا تسدد قيمته إلا عند تصفية الشركة.	٨ - للسند وقت محدد لسداده.
٩ - إصدار السهم طريق للتمويل من أصحاب المشروع.	٩ - إصدار السند طريق للتمويل بالاقتراض من الغير.

المطلب الثاني - أنواع السندات (*Types of Bonds*)

يمكن تصنيف السندات إلى أصناف كثيرة، وذلك من خلال حيثيات واعتبارات مختلفة، نذكر أهمها فيما يأتي:

الصنف الأول - باعتبار مصدرها

تنقسم السندات باعتبار مصدرها إلى نوعين رئيسيين: سندات حكومية وسندات أهلية.

أولاً - السندات الحكومية (سندات القطاع العام) (*Government Bonds*)[١]

وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، وهي ذات فوائد ثابتة غالباً، ويتم طرحها للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية، وتكون دائمة أو مستهلكة[٢] .

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩٣. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٥.

(٢) السندات الدائمة: وهي التي لا تحدد الحكومة تأريخاً لسدادها، ولكن أصحابها يحصلون على فوائد ثابتة ومحددة كل سنة أو ستة أشهر. وأما المستهلكة فهي التي تحدد الحكومة أجلاً محدداً لتسديد قيمتها. انظر: هيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص١٠٠-١٠١.

تصدر الحكومة هذه السندات لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية (قروض الإنتاج)، أو لتمويل المجهود الحربي (قروض الحرب)، أو لمواجهة العجز في ميزانيتها، أو لمواجهة التضخم[١] .

وتصدر الحكومة السندات عن طريق الاكتتاب المباشر العام، أو طرحها في البورصة بصورة تدريجية، أو الاستعانة بالمصارف لبيعها[٢] .

وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر، وتمتعها بدرجة عالية من السيولة، وإعفائها من الضرائب[٣] .

وهذه السندات تتنوع بدورها إلى أنواع متعددة حسب الباعث على الإصدار، نذكر منها ما يأتي:

١ - سندات الدولة: وهي التي تصدرها الدولة لتمويل الإنفاق العام.

٢ - سندات الهيئات الدولية -كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير- تصدرها لتمويل مشروعاتها[٤] .

٣ - سندات المؤسسات الحكومية: تصدرها لتمويل نفقاتها ومشاريعها[٥] ، وهي متنوعة حسب نوع وطبيعة المؤسسة، منها:

أ - سندات البلدية: وهي التي تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل[٦] .

---

(١) علية: **القاموس الاقتصادي**، ص٢٣١. والجارحي: الأسواق المالية، **الإدارة المالية**، ١/١١٧-١١٨. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٣٠. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٣٦.

(٢) علية: **القاموس الاقتصادي**، ص٢٣٢.

(٣) عمر: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٦٢.

(٤) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٣٠.

(٥) المرجع السابق، ١/١٣٠.

(٦) المرجع السابق، ١/١٣٠.

ب - سندات الخزينة[١] : وهي سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير بين ثلاثة أشهر وعام، وعن طريق الاكتتاب العام، وذلك لسد حاجات ضرورية إبان الأزمات الاقتصادية. وهذه السندات لا تحسب عنها فائدة عادة، ولكنها تباع بخصم الفائدة من قيمتها الاسمية على أساس سعر الفائدة.

جـ - شهادات الخزينة (*Treasury Certificate*): وهي تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تأريخ معين، ولا تتجاوز مدتها العام الكامل[٢] .

١ - سندات حكومية بعملات أجنبية (سندات التنمية الوطنية): وهي سندات تباع في الأسواق الدولية، وتصدر بالدولار الأمريكي بين فئة (٢٥$- ١٠٠٠٠) دولار. يدفع عليها البنك المركزي فائدة تساوي ما تدفعه سوق لندن على القروض بين المصارف التجارية، إضافة إلى نسبة معينة في حدود (٥٪) أو أقل أو أكثر. وتتمتع هذه السندات بحقوق، منها إعفاؤها من كل أنواع الضرائب والقيود الأخرى كقيود التحويل. ويجوز لحاملها استبدالها بشهادات استثمار، وتطرح مرة كل شهر[٣] .

---

(١) علية: **القاموس الاقتصادي**، ص٢٣١. وغطاس: **معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال**، ص٥٤٩. وهيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٨٤٤. سندات الخزينة بصورة عامة: هي السندات التي تصدرها وزارة المالية لتؤمن لنفسها الموارد المالية لأجل محدد. وهي على ثلاثة أنواع:

أ - أذونات الخزينة: (*Treasury Bills*) أجلها ٩٠ يوماً.

ب - سند على الخزينة (*Treasury Bonds*) أجلها تتراوح بين ٧-٢٥ سنة.

جـ - سندات خزانة (*Treasury Notes*) أجلها تتراوح بين ١-٧ سنوات. (انظر: هارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٣٦). وانظر:

Kenneth & Alan. *Guide to Understating Money & Investing,* p. 94 .

(٢) الجارحي: الأسواق المالية، **الإدارة المالية**، ١/١١٧-١١٨.

(٣) هارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٣٨، وانظر في هذا الدراسة المفصلة لأستاذنا الدكتور حسن الأمين في كتابه: **الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلام**، ص٢٨٨-٢٩٤ (جدة: دار الشروق، ط١، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

٢ - شهادات الاستثمار (*Investment Certificate*)[(١)] : وهي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة، وهي على ثلاثة أنواع:

٣ - مجموعة (أ): وهي سند مدته عشر سنوات، ولا تسترد القيمة والفوائد إلا بعد انتهاء المدة حيث يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية، يضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.

٤ - مجموعة (ب): وهي سند دين يعطي صاحبه الفوائد المتحققة للشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

٥ - مجموعة (ج): وهي شهادات ذات جوائز، تجري عليها عملية السحب الدورية بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة اعتماداً على اليانصيب، ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحامليها.

ثانياً - السندات الأهلية (سندات القطاع الخاص) أو (سندات الشركات) (*Corporate ponds*):

وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية، وذلك لتمويل مشاريعها، وتكون مضمونة في الغالب[(٢)] .

وتتميز هذه السندات عن السندات الحكومية أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، ولكنها أكثر تعرضاً للمخاطر المترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية[(٣)] .

---

(١) الهمشهري: **الأعمال المصرفية والإسلام**، ص١٥٢. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧٧-١٧٨. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٣٨.

(٢) هارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٣٩.

(٣) المرجع السابق، ص٢٣٩.

وتنقسم هذه السندات إلى عدّة أقسام حسب اعتبارات مختلفة، نذكر منها ما يأتي:

١- باعتبار الاستحقاق

أ - سندات ذات استحقاق ثابت (سندات عادية): وهي سندات ذات قيمة واحدة، تعطى عليها فوائد ثابتة، فضلاً عن قيمتها عند نهاية مدة القرض[١].

ب - سندات ذات استحقاق بعلاوة إصدار: وهي سندات تصدر بقيمة اسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عند الاكتتاب، ويسمى الفرق بين القيمتين بعلاوة الإصدار، مثلاً لو كانت القيمة الاسمية (١٠٠ $)، فيدفع المكتتب (٩٠ $)، فـ(١٠ $) هي علاوة إصدار. وترد الشركة قيمة السند الاسمية لصاحبه، فكأنها اقترضت (٩٠ $) إلى أجل على أن تدفعها (١٠٠ $)، وعلى أساس القيمة الاسمية تحسب الفوائد السنوية[٢].

٢ - باعتبار الضمان: تنقسم السندات الأهلية باعتبار الضمان إلى قسمين:

أ - سندات مضمونة (*Secured Bonds*): وهي سندات عادية تصدر بقيمة اسمية، يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وتحسب الفوائد على أساسها، إلا أنها مصحوبة بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو إحدى البنوك، أو بضمان عيني مرهون بأصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات، أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى (*Collateral Trust Bonds*)[٣]. وبسبب الضمان وعدم وجود المخاطر تقريباً، فإن عائد هذه السندات أقل من أي نوع آخر.

---

(١) البقمي: **شركة المساهمة والنظام السعودي**، ص٣٩٢. ورضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٧.

(٢) رضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص١٤٧-١٤٨. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٧٩. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٤.

(٣) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٥. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٥. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٩٢.

ب – سندات غير مضمونة (*Unsecured Bonds*): وهي سندات غير مصحوبة بضمان بأصول ثابتة معينة، لذلك تحتاج إلى عناية نسبية من المستثمر، وتتحمل بعض المخاطر وعائدها عادة أعلى من السندات المضمونة، وإذا كان السند غير مضمون برهن حيازي فيسمى بـ(*Debenture*)، ويكون الضمان عندئذٍ سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها[١].

٣ – **باعتبار النصيب**: تنقسم السندات الأهلية بهذا الاعتبار إلى قسمين:

أ – سندات النصيب: وهي سندات تصدر بقيمة اسمية، وتحدد الشركة لحملها فائدة بتأريخ استحقاق معين، ويجري السحب عن طريق القرعة في كل عام لإخراج عدد من السندات وتدفع لأصحابها مع قيمتها مكافأة جزيلة، وتجري القرعة لتعيين السندات التي تستهلك بدون فائدة، وهي نوع من أنواع اليانصيب، ولا تسترد قيمة هذه السندات عند الخسارة[٢].

ب – سندات النصيب بدون فائدة: وهي السندات التي يسترد حاملها رأس ماله في حالة الخسارة بخلاف سندات النصيب (ذات الفائدة)[٣].

٤ – **باعتبار التحويل**: وتنقسم السندات الأهلية بهذا الاعتبار إلى قسمين:

أ – السندات القابلة للتحويل (*Convertible Bonds*):وهي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما. وقد تصدرها الحكومات أيضاً[٤].

ب – سندات غير قابلة للتحويل: وهي السندات التي لا تعطي للمستثمر

---

(١) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٥. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٤٤.

(٢) الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ١٠٥/٢. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٣١/١. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٩١.

(٣) الخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ١٠٥/٢.

(٤) رضوان: **الشركات المساهمة والقطاع العام**، ص١٤٩. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٣١/١.

(المكتتب) حق التحويل، وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل[١] .

- **سندات الدخل** (***Income Bonds***): وهي سندات ذات فائدة متغيرة تبعاً لنتيجة استثمار المؤسسة[٢] . وقد ذكر الدكتور القره داغي نوعاً منها تكون لها فوائد ثابتة، بالإضافة إلى نسبة محددة من أرباح الشركة. بينما غيرها تكون فائدتها دورية دون مشاركتها في أرباح الشركة[٣] .

ما ذكرناه من أنواع السندات كانت مندرجة تحت الصنف الأول باعتبار المصدر. نذكر فيما يأتي أصنافاً أخرى من السندات تتفرع عن الصنف الأول نظراً لاعتبارات أخرى.

الصنف الثاني - باعتبار الشكل

تنقسم السندات باعتبار الشكل إلى قسمين:

أ - سندات اسمية (*Nominal Bonds*): وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بطريق التسجيل. وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل (الدين الأصلي والفائدة) أو مسجلة تسجيلاً جزئياً (أصل الدين)، وأما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات[٤] المرفقة بها، فتنزع منها لتحصيل فائدتها من البنك[٥] .

---

(١) هاورن: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٤٧.

(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٣٦. يوجد نوع منها تسمى سندات المشاركة في الدخل لا تحدد عليها الفائدة مستقبلاً، وإنما تشارك فيما يتحقق من ربح صافٍ، حيث يتقاضى أصحابها عائداً مثل أصحاب الأسهم. (انظر: محمد، إسماعيل حسن: تطوير سوق مالي إسلامي، **بحوث مختارة من المؤتمر العام الأول للبنوك الإسلامية المنعقد باستانبول**، ص٥٠ (القاهرة: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٧م).

(٣) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٣١.

(٤) الكوبون (*Coupon*): الورقة التي تحمل قيمة السهم أو السند، وهو شهادة تخول حاملها حق الحصول على فائدة عن سند معين. انظر: عمر: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٣٨٨.

(٥) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩٦. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٠٢. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٦.

ب - سندات لحاملها (*Bearer Bonds*): وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بطريق الاستلام، فيحصل حاملها على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين. وعند حلول أجل استحقاق السند يأخذ صاحبه القيمة الاسمية له[1].

ما ذكرناه تقسيمات لبعض أنواع السندات باعتبارات مختلفة، حيث إن المؤسسات الاقتصادية ترى أن إصدار السندات هو أحد الوسائل لجلب أصحاب الأموال وإيداع مدخراتهم فيها، لذا يتفننون في إصدار أنواع جديدة من السندات.

* * *

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩٦. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٤٦.

المبحث الثاني

إصدار وتداول السندات وموقف الفقه منهما

المطلب الأول – كيفية إصدار وتداول السندات

تتم عملية الإصدار عن طريق الاكتتاب العام، وتكون عادة بواسطة البنوك أو الشركات التي تُنشأ لهذا الغرض، وذلك عندما تحتاج الشركة إلى أموال جديدة لتوسيع أعمالها، أو لمواجهة صعوبات مالية، ولا تريد أن تزيد في أسهم الشركة فتلجأ إلى الاستدانة بقروض طويلة عن طريق إصدار السند. فهو في حد ذاته عقد بين الجهة المصدرة والمستثمرة، وبمقتضى هذا العقد يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محدودة وسعر فائدة معين[١] .

فبعد الاتفاق على اقتراض الشركة عن طريق الاكتتاب العام الموجه إلى الجمهور من قبل الجمعية العامة لها، تتم الدعوة إلى الاكتتاب عن طريق نشرة يوقعها أعضاء مجلس إدارة الشركة وتشتمل بصورة عامة على البيانات التالية: قرار موافقة الجمعية وتأريخه، عدد السندات وقيمتها، تأريخ بدء الاكتتاب، موعد الاستحقاق، وشروط وضمانات الوفاء، رأس مال الشركة والقدر المدفوع منه، ملخص لآخر ميزانية للشركة..إلخ. وتعلن النشرة في جريدة يومية[٢] .

وعندما تصدر السندات، فإنها تصدر بالقيمة الاسمية (*Par Value*)، وعادة

---

(١) انظر: نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٤. والخياط: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ٢/١٠٢-١٠٦. وتلجأ الحكومات أيضاً إلى إصدار السندات لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم.

(٢) البقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٨٩. رضوان، أبو زيد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، ص ١٥٢. وانظر:
Stephen. *Essential Of Corporate Finance, P.155.*

بوحدات (١٠٠٠$)، ويتم التداول والتعامل بالسندات بعد الإصدار في السوق الثانوية، أي تباع وتشترى بواسطة السماسرة. وتقوم بيوت السمسرة بشراء أعداد ضخمة من السندات، ثم تعطى للمساهمين بصورة مجزأة[١] .

بما أن السندات تتداول في سوق الأوراق المالية فإن قيمتها الاسمية تتأثر بتغير سعر الفائدة في السوق، حيث يؤدي ارتفاع معدل الفائدة في السوق إلى انخفاض ثمن السندات، وذلك لأن فائدتها ثابتة، وأما انخفاض معدل الفائدة فيؤدي إلى ارتفاع ثمن السندات بسبب الفائدة الثابتة لها.

وأثناء التعامل بالسندات يحصل حامل السند على القيمة الاستردادية للسند عند استحقاق الأجل، وعادة تكون مساوية للقيمة الاسمية، ولكن في بعض الحالات تكون أكبر أو أصغر منها، وذلك عندما تصدر السندات بعلاوة أو بخصم، أو تصدر بقيمتها الاسمية، ولكن تباع فيما بعد بعلاوة أو بخصم[٢] .

إن بين معدل الفائدة في السوق وقيمة السند علاقة عكسية، فبارتفاع معدل الفائدة يباع السند بأقل من قيمته الاسمية، وبالعكس ففي حالة انخفاض معدل الفائدة يباع السند بعلاوة، وهذا مهم لحامل السند، لأنه يمكن أن يتعرض لخسائر رأسمالية أو يحقق أرباحاً رأسمالية، وهذا بدوره يعتمد على مدى ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة. ومما يلاحظ أن حامل السند يحصل على القيمة الاستردادية والعائد الثابت، فالذي يتضرر أكثر هو بائع السند.

والجدول الآتي يوضح بيع السند في وقت الإصدار وبيعه بخصم عند ارتفاع معدل الفائدة، وبيعه بعلاوة عند انخفاض معدل الفائدة[٣] .

---

(١) Kenneth & Alan. *Guide to Understating Money & Investing*, p. 82.

(٢) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٣٤. وهيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص١٠٠-١٠١.

(٣) Kenneth & Alan. *Guide to Understanding Money & Investing*. p. 86-87. Stephen . 3 *Essential of Corporate Finance*. p. 146.

البائعون	المشترون	العائد	معدل عائد الغلة

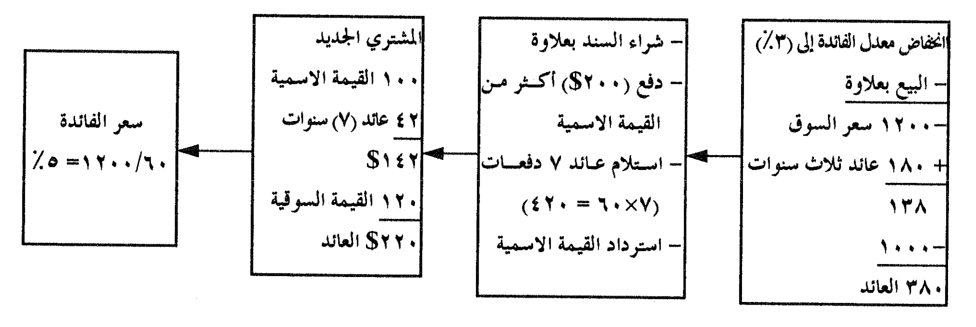
١– وقت الإصدار

البائعون	المشترون	العائد	معدل عائد الغلة
– البيع بالقيمة الاسمية (١٠٠٠$) – المدة (١٠) سنوات – معدل الفائدة (٦٪)	– الشراء بالقيمة الاسمية – دفع القيمة الاسمية إلى وقت السداد – استلام عائد ١٠ سنوات ٦٠٠$=(٦٠$×١٠)	يحصل المشتري العادي ١٠٠٠ القيمة الاسمية +٦٠٠ عائد (١٠) سنوات ١٦٠٠ –١٠٠٠ القيمة الأصلية ٦٠٠	العائد = سعر الفائدة / قيمة السند ٦٠/١٠٠٠=٦٪

٢– بعد سنتين من الإصدار (بخصم)

البائعون	المشترون	العائد	معدل عائد الغلة
– ارتفاع معدل سعر الفائدة في السوق (٨٪) – البيع بخصم: ٨٠٠$ قيمة السوق ١٢٠ عائد سنتين(٢×٦٠) ٩٢٠ –١٠٠٠ –٨٠ فقد	– شراء بأقل من القيمة الاسمية – دفع (٢٠٠$) أقل من القيمة الاسمية – تسليم عائد لـ(٨) دفعات: ٤٨٠$ = (٦٠× ٨) – استرداد القيمة الاسمية.	يحصل المشتري الجديد ١٠٠٠ القيمة الاسمية +٤٨٠ عائد (٨) دفعات ١٤٨٠$ –٨٠٠ القيمة السوقية ٦٨٠$ العائد	سعر الفائدة ٦٠/٨٠٠= ٧,٥٪

٣– بعد ثلاث سنين من الإصدار (البيع علاوة)



شكل (٨) بيع السند في وقت الإصدار وبيعه بخصم وبعلاوة

المطلب الثاني – موقف الفقه من إصدار وتداول السندات

سبق أن ذكرنا تعريف السند بأنه صك قابل للتداول، يمثل قرضاً يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الحكومات والشركات والمؤسسات، ويعتبر حامل السند دائناً للجهة المصدرة له، ولا يعد شريكاً فيها، ويتقاضى فائدة ثابتة محددة سواء ربحت الجهة المصدرة أو خسرت، ولحامل السند حق استرداد قيمة سنده عند حلول أجل معين.

وفي هذا المطلب نتطرق إلى التكييف الفقهي لإصدار وتداول السندات، وذلك ببيان مفهوم القرض والفائدة وربا الديون، ثم عرض وتحليل آراء المعاصرين في إصدار وتداول السندات، ثم التطرق إلى البدائل الشرعية للسندات.

أولاً – بيان معنى القرض والفائدة

أ – مفهوم القرض في الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي.

عرف الفقهاء القرض بتعريفات متعددة كلها متقاربة[1]، نختار منها تعريف الشافعية فهو: «تمليك الشيء على أن يرد مثله»[2].

ويمكن أن نلخص تعريف القرض بأنه: «تمليك بضمان»، فيخرج القرض عن البيع لكونه تمليك بلا معاوضة، وعن الهبة لوجود الضمان، وفي القرض تنتفي الآثار الإيجابية والسلبية للشيء عن المقرض، فلا يحصل على المنافع الناتجة عنه، كما أنه لا يتحمل الأضرار التي تلحق به، وتثبت تلك الآثار للمقترض، فهو الذي ينتفع بمنافعه، كما يتحمل الأضرار التي تلحق به لأن عليه ضمان رد بدله للمقرض.

---

(١) ابن عابدين: **رد المحتار على الدر المختار**، ١٦١/٥. **وحاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، ٢٢٢/٣. والبهوتي: **كشاف القناع**، ٢٩٨/٣.

(٢) الرملي: **نهاية المحتاج شرح المنهاج**، ٢٢٠/٤٤.

فالقرض بالنسبة إلى المقرض عقيم[١]، فلا يحق له أخذ الفائدة عليه[٢] كما أنه لا يشارك في الخسارة. فطبيعة القرض في الفقه الإسلامي أن يكون حسناً فقط، وحقيقة الاقتراض هي تمليك الغير بضمان والمطالبة بفائدة محددة وثابتة ظلم للمقترض.

ولا تجوز الزيادة المشروطة في القرض أثناء سداده لأنه ربا، سواء كانت الزيادة في القدر أو في الصفة[٣]. وأما الزيادة الاختيارية على القرض عند وفائه فإنها جائزة شرعاً ولا يعتبر رباً. فقد روي جابر بن عبدالله قال: «قال رسول الله ﷺ لبلال: إعطه أوقية من ذهب وزده. فأعطاني أوقية من ذهب وزادني قيراطاً»[٤].

وأما القرض في القانون الوضعي، فقد كان عقد القرض أول عقد ظهر تحت تأثير التقدم الاقتصادي في القرن السادس الروماني، وكان يعني تسليف نقود أو مثليات لاستهلاكها بشرط رد قيمتها أو مثلها[٥].

وينطبق مفهوم القرض في العصر الجاهلي على تعريفه في الاقتصاد الوضعي حيث عرّف بأنه إعطاء مال على سبيل استرداده بعد فترة زمنية معينة مع اشتراط الزيادة، وسميت هذه الزيادة بالفائدة.

ويعتبر القرض في الاقتصاد الوضعي وسيلة أساسية للاستثمار، حيث إن المقرض يأخذ فائدة ثابتة بالإضافة إلى ضمان استرداد أصل قرضه، وأما الاقتصاد الإسلامي فقد ألغى القرض الذي له فوائد ثابتة كوسيلة للاستثمار، ووضع

---

(١) القرض عقيم للمقرض في الدنيا، لأن العوض في القرض مقابل الأجل ديني، وفي البيع دنيوي عاجل.

(٢) مطهري، مرتضى: **الربا والتأمين**، ترجمة: مالك وهبي، ص٤٥ (بيروت: دار الهادي، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م). (يأخذ ويعطي البنوك الإسلامية على كل من القروض الحسنة والإنتاجية نسبة (١٪) من المقترضين كمصروفات إدارية، و(١ ٪) من القروض الإنتاجية كتأمين مخاطر عدم السداد.

(٣) انظر: ابن قدامة: **المغني**، ٤/٢٤٠، **وحاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، ٣/٢٢٥.

(٤) العسقلاني: **فتح الباري**، باب إذا اشترط ظهر دابة إلى مكان مسمى جاز، حديث ٢٧١٨، ٥/٣١٤. والنووي: **صحيح مسلم بشرح النووي**، باب بيع البعير واستثناء ركوبه، ١١/٣٠-٣١.

(٥) فروخة، علاء الدين: **عقد القرض في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، ص ١١٨ (بيروت: مؤسسة نوفل، ط١، ١٩٨٢م).

بدائل أخرى للاستثمار، تقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم.

ب - الفائدة (*Interest*) في الاقتصاد الوضعي والإسلامي

عرف الاقتصاد الرأسمالي الفائدة بأنها: "الثمن الذي يدفعه المقترض في مقابل استخدام نقود المقرض، وعادة ما يعبر عن هذا الثمن في صورة نسبة مئوية في السنة، ويسمى معدل الفائدة أو سعر الفائدة (*Rate of Interest*)[(١)] . وتسمى هذه الفائدة بالفائدة البسيطة والتي مدتها أقل من عام.

وتوجد فوائد[(٢)] أخرى مثل الفوائد المركبة (*Compound Interest*) وهي عبارة عن: «الفائدة التي لا تحسب على المبلغ الأصلي فقط، وإنما على هذا المبلغ وفوائده التي أضيفت إليه خلال سنوات سابقة... وفي الغالب تكون الفوائد المركبة عند استثمار المال لمدة أكثر من عام»[(٣)] . وهذه الفوائد ذات نسبة ثابتة مضمونة الأداء مقدماً مع ضمان استرداد رأس المال المقترض دون المشاركة في الخسارة[(٤)] .

وقد برر الاقتصاد الرأسمالي للفائدة عدة نظريات[(٥)] ، كلها تتفق على

---

(١) عمر: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية**، ص٢٠٨.

(٢) مثل الفائدة القانونية: وهي الفوائد التي يحددها القانون على القروض ويلزم بها المدين. مثلاً حدد القانون المصري الفائدة القانونية (٤ ٪) في المسائل المدنية و(٥ ٪) في المسائل التجارية. انظر: لاشين، فتحي السيد: **الربا وفائدة رأس المال بين الشريعة والنظم الوضعية**. ص٧٢ (القاهرة: دار النشر الإسلامية، د. ط. ت).

(٣) هيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٤٢٤.

(٤) حمود، سامي: **تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية**، ص٢٨٦ (عمان: مطبعة الشرق، ط٢، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م).

(٥) من هذه النظريات المبررة للفائدة:

١ - نظرية الريع: تشبيه الفائدة بكراء الأرض حيث إنها غير معرضة للهلاك والخسران أثناء عملية الإنتاج.

٢ - نظرية المخاطر: الفائدة تعويض عن المخاطر المختلفة التي يتعرض لها الدائن كإفلاس المدين ونحوها.

=

مشروعية الفائدة باعتبارها عائداً يدفع إلى رب المال إضافة إلى رأس ماله.

وأما الاقتصاد الماركسي فينفي وجود الفائدة ويقول بإلغاء الفائدة والربح معاً حيث لا حق لرأس المال عنده في فائدة ولا في ربح[١] . وذلك لأن الملكية للدولة.

إن الزيادة في الاقتصاد الرأسمالي تطلق على الفائدة والربا، وأما في الاقتصاد الإسلامي فإن الزيادة تختلف تماماً عن النظرة الرأسمالية إليها، فهي تعبر بالنماء ولها ثلاثة أنواع: الفائدة، الربح، والغلة. فالفائدة وهي كما عرفها ابن عرفة المالكي: «مالَكَ، لا عن عوض ملك تجر»[٢] وهو معنى قول صاحب المختصر هي التي تجددت -أي نتجت - لا عن مالٍ، كميراث، أو عطية، وما زاد عن ثمن عروض القنية كالعقار والحيوان، إذا بيع بأكثر من ثمن الأصل المباع. وكالصوف واللبن وثمر النخيل إذا كانت أصولها للقنية، فهذه كلها فائدة مستفادة[٣] . وأما الربح: فهو زائد ثمن مبيع تجر على ثمنه الأول ذهباً أو فضة[٤] . وأما الغلة: فهي ما تجدد لا عن مال أو عن عطية وميراث وثمن عرض القنية[٥] .

واختار المالكية هذا التميز بين هذه الأنواع الثلاثة، وأطلقوا مسمى مستقلاً

= ٣ - نظرية أجر الزمن: الفائدة هي أجر الزمن الذي يبقى المال عند المقترض.
٤ - نظرية الحرمان والادخار: الفائدة هي أجر الادخار ومقابل الحرمان.
٥ - نظرية الاستعمال: الفائدة ثمن استعمال النقود. (انظر: لاشين: **الربا**، ص٦٧-٦٨. والصاوي، محمد صلاح: **مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام**، ص٥٢٧-٥٢٨ (المنصورة: دار الوفاء، ط١، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م)، والصدر، محمد باقر: **اقتصادنا**، ص٦٠٥ (دمشق: دار التعارف، ط٢٠، د. ت).

(١) المصري، رفيق يونس: **الجامع في أصول الربا**، ص٤١٤ (بيروت: الدار الشامية، ط١، ١٤١٢هـ، ١٩٩١م).

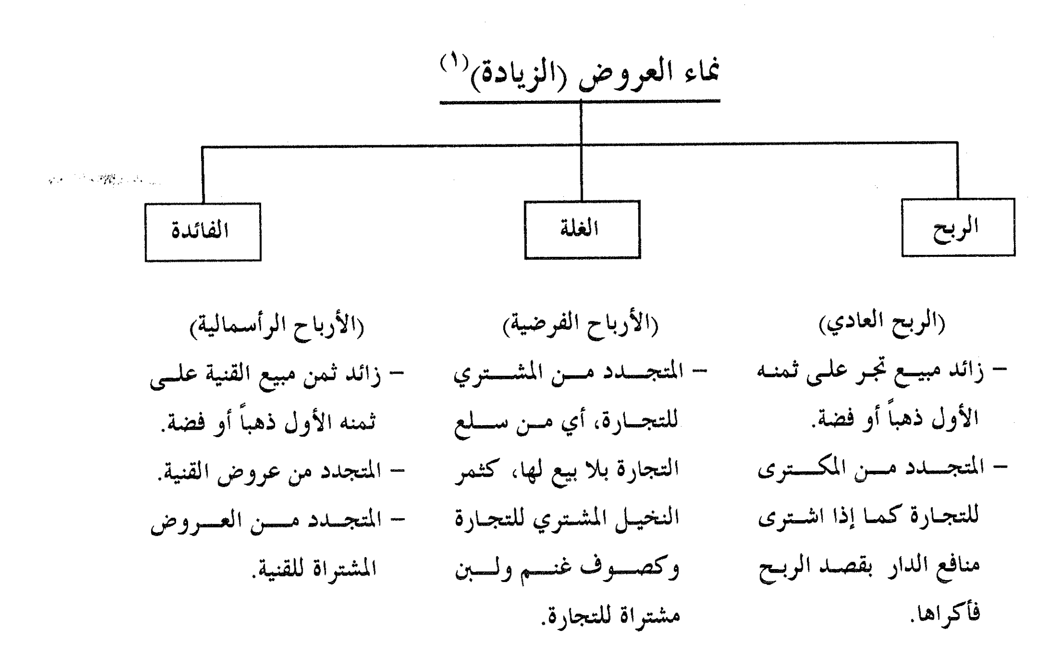
(٢) الخرشي: **شرح الخرشي على مختصر سيدي خليل**، ١٨٥/٣.

(٣) انظر: الأمين: **الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلام**، ص٢٥٢.

(٤) الدسوقي: **حاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، ٢٧٣/١.

(٥) الدسوقي: **حاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، ٢٧٣/١.

لكل منها وفقاً لمصدره، غير مشتق من تسمية الربح التي ينفرد بها النشاط العادي للمنشأة.



فالاقتصاد الإسلامي يجعل لرأس المال حقاً في فائدة غير ثابتة ولا محدودة سلفاً، فائدة مرتبطة بالإنتاج ومنبثقة من تحمل صاحب رأس المال المشاركة في المخاطر. فالفرق بين تحريم الربا وإباحة الربح يجد غايته الحقيقية في تحريم استثمار الأموال عن طريق القروض بفوائد مضمونة ومحددة سلفاً[2].

(١) انظر: شحاته، شوقي إسماعيل: **نظرية المحاسبة المالية من منظور إسلامي**، ص١١٨ (القاهرة: الزهراء للإعلام العربي، ط١، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٧م). وقد قسم الفقهاء النماء ما عدا المالكية إلى نوعين: الربح (العادي وغير العادي) والفائدة (الأرباح الرأسمالية).

(٢) انظر: **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج٥، ٣/ ٥٣٢.

ثانياً – معنى الربا وأقسامه

١ – معنى الربا

لقد عرف الفقهاء الربا بتعريفات متعددة أغلبها منصبة على تعريف ربا البيوع، ولم يفصلوا في ربا الديون، لأنه كان المشهور في الجاهلية، وهو الذي نزلت النصوص بصدده وأن تحريمه معلوم من الدين بالضرورة. يقول ابن رشد: «اتفق العلماء على أن الربا يوجد في شيئين؛ في البيع، وفيما تقرر في الذمة من بيع أو سلف أو غير ذلك. فأما فيما تقرر في الذمة فهو صنفان:

صنف متفق عليه، وهو ربا الجاهلية الذي نُهي عنه، وذلك أنهم كانوا يسلفون بالزيادة وينظرون، ..

والثاني؛ ضع وتعجل، وهو مختلف فيه..وأما في البيع فإن العلماء أجمعوا على أنه صنفان: نسيئة وتفاضل»[(١)] .

وقد عرّف ابن تيمية الربا بأنه: «طلب الربح في مبادلة المال، من غير صناعة ولا تجارة، وأنه حُرم لما فيه من أخذ فضل على ماله مع بقاء ماله في المعنى»[(٢)] .

٢ – أقسامه

لقد قسم الفقهاء المعاصرون الربا إلى: ربا دين وربا بيوع. أما ربا الجاهلية الذي حرمه القرآن، وهو على صورتين:

الأولى؛ الزيادة على القرض في صلب العقد ودفع هذه الزيادة على أقساط شهرية مع بقاء أصل الدين على حاله، أو أخذ هذه الزيادة مع أصل الدين في أجله.

والثانية؛ الزيادة على الدين مقابل تأجيله مرة ثانية سواء كان الدين ناشئاً عن

---

(١) ابن رشد: **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، ٢١٧/٢.

(٢) ابن تيمية: **مجموع الفتاوى**، ١٣٦/٣، ٢٩٦.

قرض، أم كان ناشئاً عن بيع. وهذا يعني أن ربا الجاهلية هو الزيادة على الدين مطلقاً، وهذا ما يسميه ابن القيم الربا الجلي، فهو ربا نسيئة: أي زيادة.

وأما ربا البيوع فهو خاص بالأصناف الستة وما قيس عليها، ويجري فيه النَّساء والفضل، وقد يجتمعان فيه في بعض صور البيوع[١] .

والذي يهمنا هو ربا الجاهلية، لأنه هو تماماً الفوائد التي تؤخذ على القروض في الاقتصاد الوضعي، حيث يقول الإمام الرازي عن صورته المعمول بها في الجاهلية[٢] : ((إن ربا النسيئة هو الذي كان مشهوراً متعارفاً في الجاهلية، إذ إنهم كانوا يدفعون المال على أن يأخذوا كل شهر قدراً معيناً، ويكون رأس المال باقياً، ثم إذا حل الدين طالبوا المدين برأس المال، فإن تعذر عليه الأداء زادوا في الحق والأجل، فهذا هو الربا الذي كانوا في الجاهلية يتعاملون به)).

بعد عرضنا لمفهوم الفائدة والربا، يتبين أن الفائدة هي عين الربا، ولا تختلف عنه إلا في التسمية. فإن منشأ كل منهما هو عقد قرض، اشترط فيهما زيادة على رأس المال، وتحديد هذه الزيادة باعتبار الزمن.

ثالثاً – آراء المعاصرين في إصدار وتداول السندات

اختلف العلماء المعاصرون في حكم إصدار وتداول السندات على آراء ثلاثة:

الرأي الأول: تحريم جميع أنواع السندات: ذهب إليه غالبية العلماء المعاصرين[٣] ، واستدلوا بما يأتي[٤] :

---

(١) الأمين: **الودائع المصرفية**، ص٢٧٤ بتصرف.

(٢) الرازي، محمد فخر الدين ضياء الدين: **مفاتيح الغيب المشهور بالتفسير الكبير**، ٩١/٧ (القاهرة: المطبعة الأميرية، ط١، د. ت).

(٣) من هؤلاء: الشيخ أبو زهرة والشيخ القرضاوي وأبو الأعلى المودودي ود. يحيى الدرديري ود. محمد حميد الله ومحمد باقر الصدر وأستاذنا الدكتور حسن عبدالله الأمين ود. عبدالعزيز الخياط ود. صالح البقمي، ود. علي القره داغي، وغيرهم.

(٤) انظر: الخياط: **الشركات في الشريعة والقانون الوضعي**، ٢٢٧/٢-٢٢٨. والبقمي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، ص٣٩٧-٣٩٨. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٨٠. =

١ - السندات قروض على الجهة المصدرة لأجل مشروط وبفائدة ثابتة ومحددة، فهي من ربا الديون المحرم بنص القرآن الكريم. وبعضها تجمع بين الربا والجهالة كالسندات لحاملها، وبعضها تجمع بين الربا والميسر كسندات الإصدار بعلاوة وسندات النصيب وشهادات الاستثمار.

٢ - السندات قروض إنتاجية[1] تستخدم في الاستثمارات بعد تملكها، وتتضمن ضمان رد القيمة الاسمية لها مع زيادة ثابتة، فهي قروض ربوية أيضاً.

٣ - حامل السندات ليس بشريك في الشركة، ولا تتحقق معنى الشركة شرعاً، وذلك لمشاركة حامل السند في الربح بنسبة مئوية ثابتة دون الخسارة، وضمان رأس ماله كاملاً ربحت الشركة أم خسرت.

وقد ذهب كل من مجمع البحوث الإسلامية بالأزهر ومجمع الفقه الإسلامي بجدة ومجلس الفكر الإسلامي بباكستان إلى إلغاء الفائدة وتحريم السندات لتضمنها الربا والقمار والجهالة[2].

= والصدر، محمد باقر: **البنك اللاربوي في الإسلام**، ص١٦٣ (بيروت: دار الكتاب اللبناني، ط٢، ١٩٧٣م)، والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/٢٠١.

(١) القرض نوعان:

استهلاكي (هو الذي يستعمل في الاستهلاك البشري من مأكل ومشرب)،

وإنتاجي (وهو الذي يستعمل في الأغراض الاستثمارية والإنتاجية التي تولد من عائد نقدي). أصدر مجلس الفكر الإسلامي تقريراً حول إلغاء الفائدة من الاقتصاد الباكستاني جاء فيه: ((إن مصطلح الربا يشمل على إلغاء الفائدة بجميع مظاهرها بغض النظر عما إذا كانت تؤخذ على قروض لأغراض استهلاكية أو لأغراض إنتاجية، وعما إذا كانت هذه القروض ذات بيعة شخصية أو ذا طابع تجاري، وعما إذا كانت المقرض حكومة أو فرداً أو شركة، وعما إذا كان سعر الفائدة منخفضاً أو مرتفعاً)). انظر: مجلس الفكر الإسلامي: **إلغاء الفائدة من اقتصاد باكستان**، ترجمة: عبدالعليم السيد منسي، مراجعة: د. حسين عمر إبراهيم، ص١٥، ٢٤ (جدة: جامعة الملك عبدالعزيز، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، د. ط، ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢م).

(٢) الجمال، غريب: الأسس الاقتصادية، **مجمع البحوث الإسلامية**، ص٣٦٤ (القاهرة: المطابع الأميرية، د. ط، ١٣٩٣هـ، ١٩٧٣م)، ومجلس الفكر الإسلامي: **إلغاء الفائدة في اقتصاد باكستان**، ص١٥، ٢٤، وقرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، **قرار بشأن السندات**، الدورة السادسة، قرار رقم (٦٢/١١/٦)، جدة، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م.

الرأي الثاني – إباحة تداول بعض أنواع السندات: تعددت آراء القائلين بالإباحة، نظراً للزاوية التي ينظر إليها أصحاب كل رأي، من هذه الآراء ما يأتي:

أولاً – إباحة بعض أنواع السندات. حيث ذهب أصحاب[1] هذا الرأي إلى القول بجواز التعامل بشهادات الاستثمار. واستدلوا بما يأتي[2] :

١ – إنها صورة من صور المضاربة.

٢ – الفائدة التي يحصل عليها مالك هذه الشهادات هي نوع من المكافأة أو الهبة.

٣ – شراء هذه الشهادات هو بنيّة مساعدة الدولة لا بقصد استغلال فرد معين.

٤ – شهادات الاستثمار تحقق نفعاً للأفراد وللأمة، وهي من المعاملات الحديثة، والأصل في المعاملات الحل فيجوز فيها ما هو نافع.

٥ – وجود التراضي بين الطرفين تجعل المعاملة جائزة.

٦ – تحديد الفائدة أو الربح أمر ضروري بعد فساد ذمم الكثير من الناس، فيرون أن من المصلحة جواز التعامل بها. يقول الشيخ عبدالوهاب خلاف: «إن المضاربات تكون حسب اتفاق الشركاء، ونحن الآن في زمان ضعفت فيه ذمم الناس، ولو لم يكن لصاحب المال نصيب معين من الربح، لأكله شريكه»[3] .

---

(١) منهم الشيخ علي الخفيف، ومفتي جمهورية مصر، والدكتور محمد سيد طنطاوي، والأستاذ الدكتور أحمد شلبي، وعبدالوهاب خلاف وغيرهم.

(٢) الخفيف: حكم الشريعة على شهادات الاستثمار، **مجمع البحوث الإسلامية**، ١٢٦/٢. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٨١. وسليمان: رأي التشريع الإسلامي في البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج١، ٤٣٥/٥. والزحيلي: **الفقه الإسلامي وأدلته**، ٤٣٥/٩. وشلبي: **الإسلام والقضايا الاقتصادية المعاصرة**، ص٩١-٩٥.

(٣) هارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٥٢.

ثانياً: إباحة شهادات الاستثمار (ج) فقط. استدل أصحاب[1] هذا الرأي بما يلي[2]:

١ - تحقيق نفع للأفراد والأمة، كما استدل به أصحاب الرأي الأول.

٢ - تدخل الشهادات ذات الجوائز (ج) في الوعد بالجائزة الذي أباحه بعض الفقهاء.

ثالثاً: الإباحة المقيدة لوجود أسباب تبررها: ذهب بعض المعاصرين إلى القول بإباحة التعامل بالسندات اعتماداً على بعض أو أحد الأسباب الآتية:

١ - الأصل في السندات التحريم والإباحة للضرورة

ذهب إلى هذا الرأي الشيخ محمود شلتوت حيث يقول: ((أما السندات وهي القرض بفائدة معينة لا تتبع الربح والخسارة، فإن الإسلام لا يبيحها إلا حيث دعت إليها الضرورة الواضحة التي تفوق أضرار السندات التي يعرفها الناس ويقرها الاقتصاديون))[3].

وقال بإباحتها للضرورة الدكتور محمد يوسف موسى حيث يقول: ((للغايات العمرانية التي لابد فيها للبلدان وتقوم بها الشركات نرى أن يتم ذلك بإصدار الأسهم، فإذا لم يكن ذلك ممكناً، وكان من الضروري أن تظل قائمة بأعمالها التي لا غنى للأمة عنها كان لها شرعاً إصدار سندات بفائدة مضمونة تدفع من الأرباح التي لا شك في الحصول عليها من المشروع ما دام لا وسيلة غيرها تضمن لها البقاء، وما دام وجودها وبقاؤها ضرورياً للمجتمع))[4]. ويجيز السنهوري التعامل بالسندات للحاجة[5].

---

(١) الشيخ جاد الحق علي جاد الحق مفتي جمهورية مصر سابقاً.

(٢) انظر: السالوس، علي أحمد: **الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة**، ص٢١٥ (الدوحة: دار الثقافة، د. ط، ١٤١٦هـ، ١٩٩٦م)، والفتاوى الإسلامية في القضايا الاقتصادية: **كتاب الأهرام الاقتصادية**، ص١٨٢ العدد ١٤، ١٩٨٩م، نقلاً عن: شبير: المعاملات المالية المعاصرة.

(٣) شلتوت: **الفتاوى**، ص٣٥٥.

(٤) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٨٢.

(٥) السنهوري، عبدالرزاق: **مصادر الحق في الفقه الإسلامي**، (د. م: معهد البحوث والدراسات العربية، ط٣، ١٩٦٧م)، ٣/٢٤١-٢٤٤.

٢ - السندات قروض إنتاجية لا تشملها الربا

يرى هؤلاء أن الربا المحرم بالقرآن متعلق بالقرض الاستهلاكي لما فيه من استغلال لحاجة المدين الضعيف، وأما القرض الإنتاجي فلا استغلال فيه لحاجة أحد، وإنما هو عقد رضي به الطرفان، قرضٌ المدين فيه هو القوي والدائن هو الضعيف، وأن هذا النوع من القرض لم يكن معهوداً في معاملات العصر الجاهلي[1].

٣ - الربا المحرم هو الأضعاف فلا تدخل السندات تحته: يعتمد أصحاب هذا الرأي[2] على مفهوم المخالفة[3] للآية الكريمة: ﴿يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا الربا أضعافاً مضاعفة واتقوا الله لعلكم تفلحون﴾ [آل عمران: ١٣/٣]. ويستدلون أيضاً بدليل عقلي، وهو أن الاستغلال يتحقق في الربا المضاعف، وأما الفائدة اليسيرة فلا استغلال فيها ولا ترهق المقترض، فتبقى خارج نطاق التحريم.

٤ - إباحة السندات للمصلحة

يرى البعض إباحة[4] أخذ الفوائد على القروض للمصلحة التي تعود على الفرد والأمة، حيث تيسر تمويل المشروعات التنموية والتجارية، وتسهل سير العمل في المرافق الخدمية.

---

(١) انظر: الخفيف: **حكم الشريعة على شهادات الاستثمار**،١٤٣/٢.

(٢) منهم محمد رشيد رضا، انظر: **تفسير المنار**، ١٠/٣. والشيخ جاويش. انظر: العبادي، عبدالله عبدالرحيم: **موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة**، ص١٢٠ (القاهرة: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، د. ط. ت).

(٣) مفهوم المخالفة: هو أن يكون مدلول اللفظ في محل السكوت مخالفاً لمدلوله في محل النطق. انظر: الشوكاني، محمد علي: **إرشاد الفحول إلى تحقيق الحق من علم الأصول**، ص١٧٩ (بيروت: دار الفكر، ط١، د. ت).

(٤) قال بذلك الشيخ عبدالجليل عيسى، والدكتور معروف الدواليبي. انظر: العبادي: **موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة**، ص١٣٤. والسنهوري: **مصادر الحق**، ٢٥٩/٣.

الرأي الثالث – إباحة التعامل بالسندات مطلقاً

يرى أصحاب هذا الرأي أن السندات سلع تباع كما تباع أية سلعة بالنقد – دولاراً أو أية عملة أخرى – تنقص أسعارها اليوم وتزيد غداً، وليست قروضاً زيدت نسيئة أو أنقصت تعجلاً، وإنما مال وكّل صاحبه القائمين بأعمال الشركة لاستثماره(١).

الرأي الراجح

بعد عرض آراء المعاصرين في إصدار وتداول السندات من بين محرم لها مطلقاً، ولجميع أنواعها، ومبيح لها بشروط، ومجيز لأنواعها المختلفة، نرى ترجيح الرأي الأول، وأن جميع أنواع السندات التي مر ذكرها محرمة شرعاً ما دامت تصدر بفائدة ثابتة ومحددة، وتسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها، سواء كانت الجهة المصدرة لها شركة أم حكومة.

فلا يصح القول بأن السندات من صور المضاربة الشرعية، لأن الربح في المضاربة غير مضمون، وإن كان جائزاً تحديد نسبة من الربح في حين أن الربح في شهادات الاستثمار (السندات) مضمون سلفاً. ولأن الخسارة في المضاربة على صاحب المال، أما في السندات فعلى الجهة المصدرة لها وليس صاحبها.

والسندات ليس هبة أو مكافأة، لأن فائدتها ملزمة والهبة غير ملزمة. وأما إباحتها بنية مساعدة الدولة وتحقيق نفع للأفراد والمجتمع، فيجاب بأن النية الحسنة لا تؤثر في الحرام، وأن الربا مع عدم خلوه من منافع ولكن مضاره أكثر من منافعه، فلا يمكن إخراج السندات من دائرة التحريم بهذه الحجة. وأما التراضي بين الطرفين فإنه لا يجعل الحرام حلالاً، يقول الجصاص: «الربا الذي كانت العرب تعرفه وتفعله إنما قرض الدراهم والدنانير إلى أجل بزيادة على

---

(١) ذهب إلى هذا الرأي أمين مدني. انظر: مدني: **الاستثمار المصرفي، شركات المساهمة في التشريع الإسلامي**، ص١٤٣-١٤٤.

مقدار ما استقرضه على ما يتراضون به»[١] . وأما تحديد الفائدة لفساد ذمم الناس، فإن بفسادها لا يمكن إباحة المحرم الثابت بالنصوص.

وأما القول بأن شهادات الاستثمار (ج) تدخل في الوعد بالجائزة فغير مسلّم، لأن الفائدة المحددة قد لا تكون كافية لجذب المقرضين، فتدفع هذه الجوائز لزيادة القروض بإغرائهم بها ولا تختلف عن الفوائد الربوية إلا في طريقة التوزيع، فشهادات الاستثمار (ج) تجمع بين الربا والميسر[٢] .

وأما القول بإباحتها للضرورة، فإن الضرورة تنتفي بوجود البديل، وأن الضرورة تقدر بقدرها، وأن ما يريده المقرض هو الحصول على الفائدة، والمستقرض يريد ذلك لتوسيع نطاق أعماله وتحسين مركزه المالي. وأما الحاجة فهي أقل من الضرورة.

وأما إباحة السندات بحجة أنها قرض إنتاجي لا يشمله الربا، فيرد بأن التحريم الذي نزل به القرآن للربا كان للقروض الإنتاجية والاستهلاكية لا فرق، وأن قروض الجاهلية كانت للاستهلاك والتجارة معاً[٣] .

وأما أن الربا المحرم هو الأضعاف المضاعفة فلا يدخل السندات ذات الفائدة البسيطة تحت هذا التحريم، فيرد أن مفهوم المخالفة لا ينطبق عليها لعدم توفر شروطه فيها[٤] . فالذي استقر عليه أغلب المفسرين أن الوصف أضعافاً مضاعفة خرج مخرج الغالب، يقول الشوكاني: «الوصف أضعافاً مضاعفة ليس لتقييد النهي بل لبيان ما كانوا عليه في العادة التي يعتادونها في الربا»[٥] . ويقول الباجي: «أعلم أن شرط الزيادة وإن كانت يسيرة فإنها ربا»[٦] .

---

(١) الجصاص، أحمد بن علي: **أحكام القرآن**، ١/٤٦٤ (بيروت: دار الكتاب العربي، ط١، ١٣٣٥هـ).

(٢) انظر: **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج٣، ٥/٦١٨-٦١٩.

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢١٢-٢١٥. والعبادي: **موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة**، ص١٣٧-١٣٨.

(٤) أبو زهرة، محمد: **أصول الفقه**، (القاهرة: دار الفكر العربي، د. ط. ت).

(٥) الشوكاني، محمد بن علي: **فتح القدير الجامع بين فني الرواية والدراية من علم التفسير**، ١/٣٨١-٣٨٢ (بيروت: دار المعرفة، د. ط. ت).

(٦) الباجي، أبو الوليد: **المنتقى شرح المؤطا**، ٥/٩٩ (مصر: مطبعة السعادة، ط١، ١٣٣٢هـ)، وانظر: الأمين: **الودائع المصرفية**، ص٢٨٤.

وأما إباحتها بحجة المصلحة كالحفاظ على مصلحة الأرصدة النقدية المستثمرة في سندات أسواق الدين الدولية، فينتقد بأن المصلحة المعتبرة ما كانت متفقة مع روح الشريعة، ومبادئها العامة، وأن لا تنافي أصلاً من أصوله ولا دليلاً من دلائله[(١)] . فمن الناحية الشرعية هي مصلحة ملغاة لتعارضها نصاً قطعي الثبوت والدلالة. ومن الناحية الاقتصادية أيضاً فهي مصلحة غير معتبرة، فقد أشارت دراسات متخصصة إلى الآثار السلبية الناتجة عن الأقراض الربوية منها تعثر التنمية الاقتصادية، وتزايد التبعية الاقتصادية للخارج[(٢)] .

وأما الرأي القائل: بجواز التعامل بالسندات مطلقاً فمردود، لأن فيها من الأنواع ما يجتمع فيها الربا والميسر والجهالة، كسندات النصيب، وسندات الإصدار بعلاوة. وأن الاحتجاج بأنها سلع لا تعني إباحة أخذ الفائدة عليها، فإن اشتراط فائدة ثابتة دون المشاركة في الخسارة هي التي تحرم التعامل بالسندات وليست السلعية أو النقدية. وأن احتجاجهم بأن وسائل التقنية اليوم في المحاسبة تحدد الربح فلا جهالة ولا غرر، يرد بأن هذه المعرفة بالربح لا تجيز الفوائد الثابتة، لأن الربح إذا كان مضموناً عن طريق المحاسبة الدقيقة للمشروع مثلاً فليكن فيه مجال المشاركة في الخسارة أيضاً.

* * *

المطلب الثالث – البدائل الشرعية للسندات

إن حكمة الله سبحانه وتعالى اقتضت أن يوجد إلى جانب أي أمر محرم بديل أو بدائل كثيرة تحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترن بذلك المحرم.

---

(١) الشاطبي، أبو إسحاق إبراهيم: **الاعتصام**، ١٢٩/٢، ١٣٥ (بيروت: دار الكتب العلمية، ط٢، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

(٢) انظر: أحمد، عبدالرحمن يسري، **دراسات في علم الاقتصاد الإسلامي**، ص٣٦١ (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية، د. ط، ١٩٨٨م).

فتحريم الربا مقترن بتحليل البيع، حيث ذكر البديل قبل التحريم. قال تعالى: ﴿وأحل الله البيع وحرم الربا﴾ [سورة البقرة: ٢/٢٧٥].

وتعتبر السندات (باعتبارها قروض ربوية) الوسيلة الأساسية للاستثمار في النظام الرأسمالي، بينما ألغى الإسلام القرض بفائدة كوسيلة من وسائل الاستثمار، وقدم بدائل مناسبة عنه تقوم على قاعدة الغنم بالغرم[١].

ويعتبر إيجاد البدائل من الضرورات الشرعية والاقتصادية، وذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرمة، ولجذب أموال المسلمين المحجمين عن التعامل في السندات المحرمة للاستفادة منها في التنمية الاقتصادية. ومعلوم أن الجهات المصدرة للسندات (حكومات أو شركات) إنما تصدرها لتوسيع أعمالها الاستثمارية بزيادة رأس مالها، أو لمواجهة صعوبات مالية كمشكلة العجز في ميزانية الدولة. وهناك صيغتان رئيسيتان للبدائل الشرعية:

الأولى؛ القرض الحسن[٢].

والثانية؛ المشاركة في الربح والخسارة، طبقاً لقاعدة الغنم بالغرم. ويندرج تحت هذه القاعدة عدد غير محدد من الصيغ الإسلامية تتمثل في: البيوع بأنواعها، والشركات بأنواعها، الإيجارات بأنواعها[٣].

ولكن تطبيق هاتين الصيغتين لا يخلو من عوائق وعقبات، منها داخلية كضعف الكفاءة الإدارية، ومشكلة السيولة، والقدرة على التداول، ومشكلة المصداقية والضمانات[٤]. فإن كثيراً من الراغبين في استثمار أموالهم يحجمون

---

(١) مجلس الفكر الإسلامي: **إلغاء الفائدة من اقتصاد باكستان**، ص١٣. حيث أوصى المجلس ببديلين مثاليين للفائدة في نظام اقتصادي إسلامي هما: المشاركة في الربح والخسارة، والقرض الحسن.

(٢) بما أن القرض الحسن ليس عليه فوائد، فهو بدون حافز دنيوي (مادي) لذا أجازت المالكية والحنفية إعفاء الدافع للقرض الحسن من الزكاة على تلك الأموال بواقع (٢,٥ ٪) سنوياً.

(٣) عبد الله، أحمد علي: الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق المالية، **المصارف الإسلامية**، ص١٣٢.

(٤) انظر: **خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية الجوانب التطبيقية والقضايا والمشكلات**، ندوة عقدت=

عن الاستثمار خوفاً على أموالهم، وكذلك الشركات تحجم من الانخراط في هذه الصيغ البديلة لفساد الذمم وضعف الوعي والقيم الإسلامية. ومن العوائق الخارجية العلاقة بالمعونات والتجارة الدولية.

وإن طرح واختيار صيغة من صيغ البدائل الشرعية تعتمد على نوع المعاملة أو المشروع أو الحاجة، فإذا كانت الجهة المحتاجة إلى المال حكومة، وذلك لسد عجز الميزانية أو لسد نفقات المرافق العامة من تعليم وصحة ونحوه مما لا يدر ريعاً، فيمكن لها طرح عدة بدائل منها: القرض الحسن من الأفراد[١]، تعجيل الزكاة[٢]، الحض على بذل التبرعات والإنفاق في سبيل الله، فرض ضرائب استثنائية، وأما إذا احتاجت الحكومة إلى رأس المال لتنمية المشاريع الاقتصادية، فتكون عن طريق إنشاء مشاركات جديدة.

وأما بالنسبة إلى الشركات فإن احتياجها إلى زيادة رأسمالها لتوسيع مشاريعها، يمكن سده عن طريق الاكتتاب بأسهم جديدة وإنشاء مشاركات جديدة.

هذا وقد عرض الباحثون، من تلك الصيغ البديلة للسندات المحرمة، عدة بدائل نذكر منها ما يأتي بإيجاز:

= بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص٥٠٦-٥٠٨ (عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، د. ط، ١٩٩٠م)، ومجلس الفكر الإسلامي: **إلغاء الفائدة من الاقتصاد**، ص١٤.

(١) يصعب تطبيق هذا البديل لأنه يحتاج إلى توعية شاملة بأهمية هذا الأمر، وكذلك كسب الدولة لثقة الشعب بالتزامها بالنظم الإسلامية. لذلك فقد اقترح الدكتور أبو غدة وسيلة عملية لتطبيق هذا البديل بصورة غير مباشرة..وذلك بالاستفادة من الحسابات الجارية لدى البنوك عن طريق فتح قنوات بين البنك المركزي وبين تلك الحسابات لتكون قرضاً من البنوك إلى البنك المركزي، وكل مقترض ضامن لمن اقترضه منه. (انظر: أبو غدة، عبدالستار: **البدائل الشرعية لسندات الخزانة العامة والخاصة**، أعمال الندوة الفقهية الثالثة لبيت التمويل الكويتي المنعقدة في ذي العقدة ١٤١٣هـ، نيسان، ١٩٩٣م، بالكويت، ص١٨٨-١٨٩ (الكويت: بيت التمويل الكويتي، ط١، ١٩٩٣م).

(٢) لقد استلف النبي ﷺ زكاة عمه العباس لمدة سنتين. انظر: الشوكاني، محمد بن علي: **نيل الأوطار شرح منتقى الأخبار من كلام سيد الأخيار**، ١٦٨/٤ (بيروت: دار الجيل، د. ط. ت).

أولاً - بدائل يقوم أساسها الفقهي على المضاربة

١ - سندات المقارضة: وهي سندات اقترحت من قبل الدكتور سامي حمـودة بديلاً عن سندات القرض بفائدة للبنك الإسلامي في الأردن، وقد عرفها القانون الأردني بأنها وثائق محددة القيمة تصـدر بأسـماء مالكيهـا مقـابل الأمـوال التـي قدموها لصاحب مشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربـح، ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هـذه السـندات أي فوائد. وتكفل الحكومة تسديد قيمـة السـندات الاسـمية الواجـب إطفاؤهـا بالكامل في المواعيد المقررة، وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا السبب قروضـاً ممنوحـة للمشروع من دون فائدة مستحقة الوفاء فور الإطفاء الكامل للسندات[١] .

ويذهـب الدكتـور سـامي حمـودة إلى القـول بـأن هـذه السـندات تعتمـد في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شـائعة في رأس مـال المضاربـة متسـاوية القيمـة، وتتوافـر فيهـا شـروط عقـد المضاربـة مـن الإيجـاب والقبـول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح[٢] . ولا ضمان لرأس المال من قبل العامل، بـل يضمنه طرف ثالث مثل الدولة بحيث لا يتعرض للخسارة[٣] .

وقد عرض هذا البديل على مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة جاء في قراره[٤] : إن الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجـه عـام، لابـد أن تتوافر فيها العناصر الآتية:

أ - أن يمثـل الصـك ملكيـة شـائعة في المشـروع الـذي أصـدرت الصكـوك لإنشائه وتمويله.

---

(١) انظر: حمودة: الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانيات المحتملة لتطويرهـا..، **المصارف الإسلامية**، ص١٦٧.

(٢) المرجع السابق، ص١٦٥. وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٩٠.

(٣) شبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٩٠.

(٤) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٣٧.

ب - لابد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد المضاربة.

جـ - أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب.

د - أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع هو المضارب، أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بقدر ما يسهم به من شراء بعض الصكوك.

بهذه الضوابط اعتبر مجمع الفقه سندات المقارضة صكوك مضاربة شرعية، وقد خالفهم في هذا الدكتور الصديق الضرير وأستاذنا الدكتور حسن الأمين والدكتور علي السالوس والدكتور الخياط والدكتور أحمد علي عبدالله، حيث توصلوا إلى أن هذه السندات ليست من باب المضاربة بل إنها من باب القرض إلى أجل معلوم ومضمون السداد مع فائدة فوق أصل الدين المسمى بالربح[1]. ويقول أستاذنا حسن الأمين: «إن القانون الأردني الذي نشئت بموجبه سندات المقارضة يقول-القانون الأردني- في تعريفها: «إنها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها، كالسندات مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه...ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع...وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا السبب قروضاً ممنوحة للمشروع»، والقول الأخير -القانون الأردني- يوضح ويجلي الغموض الذي اكتنف قوله السابق -ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع-، فهي إذن بهذا التوضيح قروض بفائدة وهو ربا. ولا يغير من هذه الحقيقة ما وضعه مجمع الفقه الإسلامي من ضوابط

---

(١) شبير: **المعاملات المالية المعاصرة**، ص١٩٢. والخياط: الشركات في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ٢٠٥/١. وعبدالله: الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق المالية، **المصارف الإسلامية**، ص١٣٥.

لهذه الصكوك، وقد كان الصحيح أن يرفض المجمع هذه الصكوك، ولا يقرها بوجه لما بيناه»[١] . واقترح الدكتور أحمد علي عبدالله بدائل لسندات المقارضة وهي: القرض الحسن، المشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتمليك، صكوك المضاربة التي يكون فيها المضاربة حقيقية بين أرباب المال والمضاربين في تنفيذ مشروع معين[٢] .

١ - صكوك مضاربة لمشروع معين وتكون محددة بمدة معينة حسب عمر المشروع[٣] . وتتميز هذه الصكوك بقابليتها للتداول، وبوجود نوع من الاطمئنان للمكتتب من خلال وعد الطرف الثالث بجبر الخسران[٤] .

٢ - صكوك المضاربة المستردة بالتدريج: وذلك برد قيمة الصكوك مع أرباحها إن وجدت في مدة زمنية محددة.

٣ - صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع.

٤ - صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع.

٥ - صكوك المضاربة على شكل فئات.

والمخطط الآتي نموذج مقارن لوضعية التمويل بسندات ربوية ذات فوائد ثابتة وسندات مضاربة شرعية (كبدائل) نسبة الأرباح ٥٠٪[٥] .

---

(١) الأستاذ الدكتور حسن الأمين: لقاء خاص.

(٢) عبدالله: الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق المالية، **المصارف الإسلامية**، ص١٣٦.

(٣) القره داغي: البدائل الشرعية لسندات الخزينة العامة والخاصة، **أعمال الندوة الفقهية الثالث لبيت التمويل الكويتي**، ص٢٣٠-٢٣١.

(٤) أجاز مجمع الفقه الإسلامي بجدة أن يقوم طرف ثالث بالوعد بالتبرع - دون مقابل - بمبلغ معين لجبر الخسران في مشروع معين. انظر: **قرار مجمع الفقه الإسلامي بجدة**، بتاريخ ١٩٨٨/٨/٤م في دورته الرابعة.

(٥) قلعاوي، غسان: **تقويم أداء النشاط المصرفي الإسلامي**، ص١٧٥ (د. م: دار صحف الوحدة، د. ط، ١٤١١هـ، ١٩٩١م)، بتصرف.

مستوى الأرباح المفترض	المقترِض (قرض بفائدة ١٠ ٪	وضعية المقرض	وضعية رب المال	المضارب
عند مستوى ٥ ٪ خسارة	دفع ١٠٪ فائدة ٥٪ خسارة ١٥ ٪ خسارة	١٠ ٪ فائدة	٥ ٪ خسارة	خسارة الجهد فقط
عند مستوى صفر أرباح	دفع ١٠٪ فائدة أي (خسارة ١٠٪)	١٠ ٪ فائدة ثابتة	لا ربح ولا خسارة	خسارة الجهد فقط
عند مستوى ١٠ ٪ ربح	دفع ١٠٪ فائدة أخذ ١٠٪ ربح صفر ربح	=	٥ ٪ ربح	٥ ٪ ربح
عند مستوى ٣٠ ٪ ربح	دفع ١٠ ٪ فائدة أخذ ٣٠ ٪ ربح ٢٠ ٪ ربح	=	١٥ ٪ ربح	١٥ ٪ ربح

شكل (٩) نموذج مقارن بين سندات بفائدة والمضاربة الشرعية

ثانياً - شهادات الاستثمار الإسلامي[1] : تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله[2] ، تصدرها المصارف والمؤسسات المالية، ولا يقل أجلها عن عام، أو مضاعفات العام وهي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام.

---

(١) قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات.

(٢) انظر: عبد الله: الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق المالية، **المصارف الإسلامية**، ص١٣٨. والجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٣٧/١.

ثالثاً - صكوك المشاركة: وهي غير المضاربة ولها صور:

١- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة من الأرباح.

٢ - صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة فلها عدة صور: صكوك المشاركة المستردة بالتدريج، والمستردة خلال زمن محدود، والمنتهية بالتمليك[١] .

رابعاً - صكوك الإيجار: ولها صورتان[٢] : صكوك الإيجار المتناقصة وصكوك الإيجار الثابتة. وتصدرها المصارف والمؤسسات المالية والإنتاجية والتجارية، وتستثمر حصيلتها في شراء الأصول المعمرة كالمباني والمعدات وتأجيرها.

ويمكن إصدار صكوك بعقود أخرى مثل صكوك السلم وبيع الآجل والاستصناع. فيما سبق كانت إشارات سريعة وموجزة إلى البدائل الشرعية للسندات، تبين من خلالها قدرة البديل الإسلامي على تنظيم وتداول الأسهم والسندات (الشرعية) المعروضة للبيع، مما يمكن المساهم أو صاحب وديعة الاستثمار المرتبطة بمشروع محدد من أن يحول أسهمه أو وديعته إلى سيولة متى احتاج إلى ذلك، وكذلك تمكين أصحاب الأموال السائلة الراغبين في الاستثمار أن يستثمروها في مشروعات يتوقعون ربحها دون الوقوع في الربا (آكلاً أو مؤكلاً).



---

(١) انظر: الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٣٧. والقره داغي: **الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، ١/١٤٧-١٤٨. والعبادي: **موقف الشريعة الإسلامية من المصارف الإسلامية المعاصرة**، ص٢٤٤.

(٢) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، ١/١٤٦.

الفصل الخامس

عمليات بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي

يستعرض هذا الفصل العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية، وذلك من خلال عرضها وتحليلها من الناحية الاقتصادية، ومناقشتها من الناحية الفقهية، وذلك في مباحث ثلاثة:

الأول: حقيقة المضاربة بين البورصة والفقه الإسلامي.

الثاني: العمليات العاجلة في البورصة والتكييف الفقهي لها.

والثالث: العمليات الآجلة، والتكييف الفقهي لها.

* * *



يقصد بعمليات بورصة الأوراق المالية تلك الإجراءات والقواعد التي يتم بموجبها عقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية. وهي عمليات متعددة ومتداخلة تحكمها أنظمة وقوانين البورصة.

وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى طبيعة تلك العمليات، مع بيان التكييف الفقهي لها، وبما أن هذه العلميات يتم عقدها بصفقات بيع وشراء، فهي تدخل ضمن عقود المعاملات المالية.

لذا نمهد لهذا الفصل بالإشارة إلى بيان معنى العقد وأركانه في الفقه الإسلامي، ومقارنة عقود عمليات بورصة الأوراق المالية به، مع مراعاة طبيعة المعقود عليه، وهو الأوراق المالية، وكذلك طبيعة نظام السوق، وهي البورصة من وجود المؤسسات المتخصصة فيها المتحكمة في سير تلك العمليات.

فالعقد في اللغة الربط والشد والضمان والعهد[1] . وفي الاصطلاح الفقهي يطلق على معنيين: الأول العام، وهو كل ما يعقده (يعزمه) الشخص أن يفعله هو، أو يعقد على غيره فعله على وجه إلزامه إياه[2] ، والثاني الخاص، وهو ربط التصرف بالإيجاب والقبول[3]، على وجه يثبت أثره في المعقود عليه. وفي

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ٢٩٦/٣-٢٩٧. والرازي: **مختار الصحاح**، ص٤٤٤-٤٤٥.

(٢) الجصاص: **أحكام القرآن**، ٢٩٤/٢-٢٩٥.

(٣) الجرجاني، علي بن محمد بن علي: **التعريفات**، تحقيق: إبراهيم الأبياري، ص١٩٦ (د. م: دار الريان للتراث، د. ط. ت).

الاصطلاح القانوني، هو ارتباط بالإيجاب والقبول على إحداث أثر يرتبه القانون إعمالاً له[١].

وأما أركانه فثلاثة وهي: العاقدان والصيغة والمحل (المعقود عليه). فالعاقدان وهما البائع والمشتري قد يكونان أصليين أو نائبين عن غيرهما كالوكيل، حيث اشترط قانون البورصة وجود وكيل عن كل من البائع والمشتري لإتمام عملية البيع، والوكالة في البيع والشراء جائزة. وأما الصيغة فهي الإيجاب والقبول، وهي التي تعبر عن إرادة العاقدين في إتمام العقد، ويشترط فيها أن تكون واضحة الدلالة على مراد العاقدين. حيث إن الأصل فيها أن تكون باللفظ، وقد أجاز الفقهاء التعبير عنها بكل ما يدل على إرادة العاقدين إن كان لفظاً، أو كتابة أو رسالة أو رسولاً، في حالة غياب المتعاقدين عن بعضهما. وقد توصل الاجتهاد الفقهي المعاصر إلى جواز التعاقد بكل ما يدل على إرادة المتعاقدين، ومنها آلات الاتصالات الحديثة كالفاكس والهاتف والكمبيوتر[٢]. وبالتالي فإن عرض البيانات على لوحة التداول في بورصة الأوراق المالية والمتعلقة بالعرض والطلب على البيع والشراء جائز شرعاً، وخاصة وأنه يتم بعد كتابة الفاتورة ونقل ملكية الورقة بالتسجيل. وكذلك جواز التعاقد بالكمبيوتر في البورصة، وكذلك التعاقد بالإشارة المفهمة[٣] كما هو رائج في البورصات. ومن شروطها أيضاً توافق الإيجاب والقبول واتصالهما[٤].

وأما المحل (المبيع والثمن) فقد لخص ابن رشد شروط المحل (المعقود عليه) في شرطين اثنين وهما؛ سلامة المعقود عليه من الغرر والربا. حيث يقول:

---

(١) عبد الباقي، عبد الفتاح: **نظرية العقد والإدارة المنفردة**، ص٣٣ (مصر: موسوعة القانون المدني المصري، مطبعة نهضة مصر، د. ط، ١٩٨٣م).

(٢) الزحيلي: **الفقه الإسلامي وأدلته**، ٥٧٣/٩.

(٣) انظر: ابن تيمية، تقي الدين أحمد: **فقه المعاملات**، إعداد: زهير شفيق الكبي، ٥٧٣/٩ (بيروت: دار الفكر العربي، ط١، ١٩٩٥م).

(٤) انظر: خوجة، عزالدين محمد: **نظرية العقد في الفقه الإسلامي**، مراجعة: عبدالستار أبو غدة، ص٢٧ (جدة: مجموعة دلة البركة، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م).

«وينتفي الغرر عن الشيء بأن يكون معلوم الوجود، معلوم الصفة، معلوم القدر، مقدوراً على تسليمه، وذلك في الطرفين الثمن والمثمن»[١] . ويشترط أن يكون المبيع مالاً متقوماً مملوكاً.

ففي بورصة الأوراق المالية، المبيع هو الأوراق المالية المتداولة، والثمن هو سعر تلك الأوراق. وبالنسبة للشرط الأول، فقد وضعت البورصة شروطاً لإصدار الأوراق المالية، وقد سبق بيان الأوراق المالية الجائز شرعاً تداولها في البورصة. وأما العلم بالمبيع، فإن الأوراق المالية يتم العلم بها عن طريق الإفصاح المالي، وذلك من خلال توفير البيانات المحاسبية، ويشترط فيها الصدق، حيث يقوم الإفصاح مقام الوصف، وذلك لأن دقة وموضوعية المعلومات تعطي الوصف الدقيق للورقة، وكذلك تحديد السعر يكون بشكل سليم.

وأما القدرة على التسليم، فقد نظمت قوانين البورصة من خلال شركات السمسرة والمقاصة والتسوية، القدرة على تسليم الورقة. ومن ناحية أخرى فإن المعقود عليه ليس من قبيل المعدوم، ويدخل ضمن ملكية البائع عن طريق السماسرة (الوكيل) وهذان يدلان على وجود القدرة على التسليم...أو على ما يحقق شروط القدرة على التسليم المطلوب شرعاً[٢] .

وأما تسليم الثمن فهو ما يدفع مقابل الأوراق المالية، والذي يقع عليه التراضي، ولو زاد عن القيمة، حيث إن القيمة تقدر من قبل أهل السوق، والأصل في السعر أن يتحدد بناء على التراضي بين البائع والمشتري لقوله تعالى: ﴿إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم﴾[النساء:٤/٢٩].

* * *

(١) ابن رشد: **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، ٢/٢٨١.

(٢) انظر: عمر: **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٥، ص٢٥-٢٦. السنة ١٧، نيسان ١٩٩٨م.

المبحث الأول

حقيقة المضاربة بين البورصة والفقه الإسلامي

في هذا المبحث نتناول بيان معنى المضاربة في الفقه الإسلامي، وفي البورصة، وبيان أنواعها، والتكييف الفقهي لها، وذلك في مطلبين اثنين:

المطلب الأول - معنى المضاربة في الفقه الإسلامي والبورصة

أولاً - معنى المضاربة في الفقه الإسلامي

المضاربة في اللغة على وزن مفاعلة، من الضرب وهو السير في الأرض، سواء للسفر أو للتجارة[١]، قال تعالى: ﴿وآخرون يضربون في الأرض يبتغون فضلاً من الله﴾ [المزمل: ٢٠/٧٣]. وأما المضاربة (القراض)[٢] في الاصطلاح الشرعي فهي: عقد شركة في الربح بمال من رجل وعمل من رجل آخر[٣]. وقد عرفه الدكتور سامي حمودة بأنها: «تعاقد ثنائي بين طرفين يقدم فيه الطرف الأول (واحد أو أكثر) المال، ويقوم الطرف الثاني (واحد أو أكثر) بالعمل فيه على نحو ما يتفق عليه في شروط العمل واقتسام الربح»[٤].

فالمضاربة الشرعية هي التلاقي بين المال والعمل، وهي إحدى وسائل الاستثمار الرئيسية في الاقتصاد الإسلامي لمن يملك المال ومن يستطيع العمل فيه،

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ٥٤٤/١. ومجمع اللغة العربية: **المعجم الوسيط**، ٥٣٧/١.

(٢) القراض: بلغة أهل الحجاز.

(٣) الجرجاني: **التعريفات**، ص٢٧٨. ذهب جمهور الفقهاء إلى أن المضاربة على خلاف القياس، وهي نوع من الإيجارات فلا تصح عندهم إلا في التجارة، أما الحنابلة فذهبوا إلى أنها عقد مشاركة، وعليه يصح التوسع في استخدامه ليشمل مجالات أخرى غير التجارة. انظر: الأمين، حسن: **المضاربة الشرعية وتطبيقاته الحديثة**، ص١٠.

(٤) حمودة: **تطوير الأعمال المصرفية**، ص٢٨٣.

وخاصة المضاربة المشتركة التي تلائم الاستثمار الجماعي المتعدد، والمستمر في حركته ودوران المال فيه[١] .

وأركان المضاربة عند الجمهور ثلاثة:

١- العاقدان (رب المال والمضارب)

٢- والمعقود عليه (وهو الربح فقط)

٣- والصيغة (الإيجاب والقبول).

ويشترط في العاقدين أهلية التوكيل والوكالة، ولا يشترط إسلامهما، ويشترط في رأس المال أن يكون معلوم المقدار، حاضراً لا ديناً، مسلماً إلى العامل[٢] . ويشترط في نصيب المضارب من الربح أن يكون جزءاً مشاعاً من جملته (الربح) لا من رأس المال[٣] .

تنقسم المضاربة حسب أطراف التعاقد إلى قسمين: المضاربة الخاصة (لصاحب المال حقوق أوسع في الاشتراط). والمضاربة العامة (الجماعية). وأما من حيث العمل فتنقسم إلى المضاربة المطلقة والمقيدة.

فالمطلقة هي دفع المال إلى المضارب من غير تعيين العمل وصفته، ومن يعامله، والمكان والزمان.

وأما المقيدة فهي أن يعين رب المال شيئاً من ذلك[٤] .

وفي المضاربة الشرعية، نصيب المضارب في حالة الربح جزء من الربح، وفي

---

(١) المرجع السابق، ص٣٨٧.

(٢) الكاساني: بدائع الصنائع، ١١٢/٥-١١٤. ذهب الجمهور إلى اشتراط النقدية في رأس المال، وأما الأوزاعي وابن أبي ليلى قالا بجوازه أن يكون عيناً، وتنعقد على قيمتها عند انعقاد المضاربة. انظر: الزحيلي: الفقه الإسلامي وأدلته، ٨٤٣/٤. وأما تسليم رأس المال يحصل بانقطاع يد رب المال عن رأس ماله.

(٣) الكاساني: بدائع الصنائع، ١١٨/٥. وحمودة: تطوير الأعمال المصرفية، ص٣٦٥.

(٤) الشربيني: مغني المحتاج، ٣١٠/٢. وانظر: الكاساني: بدائع الصنائع، ١٢١/٥-١٢٢.

حالة الخسارة يتحملها رب المال، فالخسارة هلاك جزء من رأس المال، ولا يجوز إلزام المضارب به إلا بالتعدي أو مخالفة الشروط إذا كانت المضاربة مقيدة. وإذا فسدت المضاربة كان الربح كله لصاحب المال، وللعامل أجر المثل[١] .

ثانياً – مفهوم المضاربة في بورصة الأوراق المالية (*Speculation*)

سبق أن ذكرنا معنى المضاربة في اللغة والاصطلاح الفقهي، وهي تختلف تماماً عن معناها في البورصة، فالمضاربة في البورصة هي ترجمة لكلمة إنجليزية (*Speculation*)، وهي ترجمة غير صحيحة، لأن الترجمة اللغوية لهذه الكلمة هي التنبؤ أو التخمين. حيث يفضل الدكتور محمد علي القري استعمال كلمة المجازفة بدل المضاربة[٢] .

ونستعرض فيما يلي معنى المضاربة في الاقتصاد الوضعي بصورة عامة، وفي بورصة الأوراق المالية بصورة خاصة.

فالمضاربة بصورة عامة هي شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر[٣] . وقد توصف المضاربة بأنها مراجحة عبر الوقت، أي الشراء في وقت ما والبيع في وقت آخر، ففي هذه الحالة لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي لا يمكن أن يكون صحيحاً أو خاطئاً. وهي عكس المراجحة عبر المكان، أي الشراء في مكان والبيع في مكان آخر، فالأسعار معروفة في هذه الحالة. وبهذا المفهوم تعتبر كل المعاملات في عداد المضاربات[٤] .

وأما المضاربة في البورصة، فإنها وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها

---

(١) محمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص١٨٧.

(٢) القري: نحو سوق إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج١، العدد ١، ص١٤.

(٣) عمر: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٤٤٠.

(٤) المرجع السابق، ص٤٤٠.

والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي[١]. ومن المعلوم أن هدفهم هذا يتوقف على أمرين:

الأول: وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء.

والثاني: زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل عليها.

وبما أن معرفة هؤلاء بفروق الأسعار أمر تقديري، يدخل في عدم التيقن والمخاطرة والمجازفة التي تقترب من المقامرة، دفعهم هذا الأمر إلى ابتكار عمليات كالتغطية (*Hedging*) والاختيارات (*Options*) لتقليل المخاطر. وابتكروا لزيادة عدد الصفقات وكمية الأوراق المالية المتعامل بها أساليب التمويل النقدي الجزئي للمشتريات، والبيع على المكشوف. ولزيادة سرعة تلك الصفقات لجؤوا إلى أساليب ملتوية لحث الآخرين على التعامل معهم، مثل ترويج الإشاعات الكاذبة والتأثير على حركة التداول، لتسير وفق ما يحقق لهم من أرباح.

وبذلك عرف الاقتصاديون المضاربة بتعريفات عدّة حسب الزاوية التي ينظر إليها. نذكر منها ما يلي:

- هي التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها[٢].

- هي السعي وراء تحقيق فائض قيمة قصير الأجل بالاعتماد على فروق الأسعار مع الزمن[٣].

---

(١) عمر: **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٧ العدد ٢٠٥، السنة ١٧، نيسان ١٩٩٨م.

(٢) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٤٧. وانظر:

Dictionary of Banking & Finance, 3rd ed (New York: Peter Collin Publishing, Ltd, 1996), p. 226.

(٣) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٢٢٠.

- هي نشاط المتعاملين للتنبؤ بالحالة التنافسية العامة للسوق وتوجيهها لصالحهم(١) .

- هي عملية بيع أو شراء لا لحاجة راهنة، ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التنبؤ بتغيرات قيم الأوراق المالية(٢) .

- هي عملية بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن بهدف الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الاسمية والدفترية (الحقيقية) من ناحية أخرى(٣) .

- ويلخص كينز المضاربة بأنها: «عملية التنبؤ بنفسية السوق»(٤) .

- ويعرف آدم سميث المضاربة بأنها: «الحصول على أرباح غير عادية عن طريق إنشاء صناعة جديدة، أو إدخال وسائل حديثة في الزراعة»(٥) .

بعد عرضٍ لتعريفات المضاربة، نخلص إلى أنها تعتمد على ثلاثة عوامل: التنبؤ، نفسية السوق، السرعة. وأنها عقد بيع وشراء لا عقد إيجار أو عقد شركة، كالمضاربة في الفقه الإسلامي.

يتوقف عامل التنبؤ على قدرات المتعاملين على التحليل والحدس، والتصور الصحيح للسوق، واتجاهات التعامل، وعدم التأثر بالعوامل العاطفية كالشائعات ونحوها، وأما نفسية السوق فتعتمد على طبيعة السوق واتجاهات التعامل فيها،

---

(١) تاج الدين، سيف الدين إبراهيم: نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، **مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، ص٧٤ مج ٣، العدد ١، ١٩٨٥م.

(٢) Edward Meeker. The World of Stock Exchange ,(New York: Roland Press) p. 36.
Mccomell, Campbell R & Brue, Stanlysl. Economic: Principles, Problems & Policies, 13th ed (New York: Mcgraw-Hill, 1996), p. 784.

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٨٤-٤٨٥.

(٤) انظر: **مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، مج٢، ص٢٢ العدد ١، ١٩٨٤م.

(٥) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٨٦.

وأما عامل السرعة فيتوقف على قدرة المضارب على التخلص من العقود الآجلة المعقودة وتداولها بسرعة، لتحقيق الربح الحاصل من فروق الأسعار، وإن لم يتضمن تسلماً أو تسليماً للورقة المالية.

من خلال عرض تعريفات المضاربة، تم التطرق إلى مفاهيم كالمخاطرة والاستثمار ، فما الفرق بين المضاربة وبين تلك المفاهيم؟

هذا ما سنعرضه باختصار في النقطة التالية.

ثالثاً - العلاقة بين المضاربة (*Speculation*) والمخاطرة (*Risk*) والمقامرة (*Gambling*) والاستثمار (*Investment*)

١ - المضاربة والمخاطرة

يستعمل مصطلح المخاطرة في الميدان الاقتصادي للدلالة على الحدث غير المتوقع الذي يحل بالخطة المرسومة[١] . وأما المخاطرة في ميدان الأعمال فهي على نوعين[٢] :

مخاطرة قابلة للتأمين كالحرائق ونحوها،

ومخاطرة غير قابلة للتأمين مثل مخاطر الخسارة من خلال التغييرات في الطلب على السلع في المستقبل، ويمكن تقليل هذه المخاطر عن طريق التغطية (*Hedging*).

تتفق كلٌّ من المضاربة والمخاطرة في أنهما تعتمدان على التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار وتحقيق الربح نتيجة لذلك التنبؤ، ولهذا ذهب البعض إلى القول بأنهما متطابقان. حيث ذهب مراد كاظم إلى القول بأن: «الادخار في حد ذاته،

(١) علية: **القاموس الاقتصادي**، ص٣٧٥.

(٢) حسين: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٤١٣.

يتضمن فكرة المضاربة...كما أن التوظيف مهما كان ثابتاً فهو لا يخلو من عنصر المخاطرة التي هي أساس عمليات المضاربة»[١] .

والمخاطرة أعم من المضاربة، فهي توجد في كل الأنشطة التجارية، فإن كل معاملة تجارية تتضمن بالضرورة عنصر عدم التيقن حول ما سيحدث في المستقبل، فهذه مخاطرة، لابد أن يتضمنها العمل التجاري. وأما المضاربة فتعتمد على تغير سعر السوق، حيث يقول سيلبرت (*Cilbert*): «إن حامل السهم الذي له الملكية في شركة ما يفترض إمكانية وجود الخسارة فإنه يتحمل مخاطرة تختلف اختلافاً واضحاً عن تلك التي يتحملها المضارب في أسعار الأوراق المالية»[٢] .

ويفرق ابن القيم رحمه الله بين نوعين من المخاطرة بقوله: «المخاطرة مخاطرتان، مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح. والخطر الثاني بخلاف التجارة مثل أن يبيع ما ليس عنده بقصد الربح...فإن الذي قدره قد يحصل كما قدره، وقد لا يحصل فيندم، فصار من نوع الميسر والقمار، وليست هذه مخاطرة التجارة، وإنما مخاطرة المستعجل للبيع قبل القدرة على التسليم»[٣] .

وهناك علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع، فكلما كانت درجة المخاطرة أكبر كان العائد أو الخسارة أكثر، فدرجة المخاطرة في المضاربة أكبر في الأنشطة التجارية الأخرى، لأن التاجر يحاول أن يقلل من احتمال الخسارة الفادحة بتقبل عائد متوقع أقل نسبياً، لذلك تكون نتيجة المخاطرة ذات مردود إيجابي أكثر مما في المضاربة، فنخلص إلى القول، بأن المضاربة درجة من درجات المخاطرة التي تقترب أحياناً إلى درجة المقامرة.

---

(١) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٨٧.

(٢) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٨٨.

(٣) ابن القيم، شمس الدين محمد بن أبي بكر: **زاد المعاد في هدي خير العباد**، تحقيق: شعيب الأرنؤوط وعبدالقادر الأرنؤوط، ٥/٨١٦ (بيروت: مؤسسة الرسالة، ط٢٦، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م).

٢ – المضاربة والمقامرة

عرف ركس المقامرة بأنها البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة[١] . ومن هنا جاء انطباع الناس بأن سوق الأوراق المالية مجرد ناد للقمار تجمع فيه الثروات الخيالية في غمضة عين، كما أن خسائر كبيرة يمكن أن تحل بالمتعاملين في لحظات.

إن عنصر المخاطرة يوجد في المقامرة والمضاربة، وكل نشاط تجاري، ولكن في القمار العقود فيه محلها المخاطرة فقط، ولا يتضمن عقد القمار معاملة مفيدة، لأن المقامر يدفع لشراء فرصة للفوز بمبلغ أكبر[٢] . وأما المضاربة فإنها تتضمن المخاطرة، ولكن لا تعتمد على المخاطرة فقط، بل إن الاحتمالات محسوبة بدقة، ولا تعتمد على الصدفة فقط.

وفي الفقه الإسلامي نرى من ناحية أنه يحرم العائد على القروض، وذلك لأن القرض عقد لا يتضمن أية مخاطر، فلم يجز الحصول على العوض وإن كان العقد ناجزاً – ومن ناحية أخرى نرى أنه يحرم عقد القمار، لأنه لا يوجد فيه إلا المخاطرة، ومنطقة الحلال تقع بين هذين العقدين.

٣ – المضاربة والاستثمار

يرى بعض الاقتصاديين أن الحد الفاصل بين مفهومي المضاربة والاستثمار يصعب تحديده، فيرى الدكتور سيف الدين إبراهيم أن النظام النقدي المعاصر الذي يسيطر عليه رأس المال الغربي، جعل من العسير جداً الفصل بين الاستثمار بالمعنى الإنتاجي والاستثمار بالمعنى المضاربي، وذلك بسبب ارتفاع معدلات التضخم ومعدلات سعر الفائدة، فالمعنى الأخير يشير إلى ممارسة الاكتساب من فروق الأسعار[٣] .

---

(١) M. R. RIX. *Stock Market Economics* , (London: Sir Isc Pitman & Sons. Ltd) p. 205.

(٢) انظر: القري: نحو سوق إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج١، العدد ١، ص١٤.

(٣) تاج الدين، سيف الدين إبراهيم: نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، **مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، مج ٣، ص٦٨، العدد ١، ١٩٨٥م.

ويرى آخرون أنه من الممكن التمييز بين المضاربة والاستثمار، باعتبار «أن المستثمر يمتلك الأوراق المالية توقعاً لارتفاع العائد المتولد عنها، أو توقعاً لارتفاع قيمة الأصل الاستثماري في الأجل الطويل. بينما يقوم المضارب ببيع وشراء الأوراق المالية للإفادة من التغيرات في أسعار تلك الأوراق المالية»[١] .

ويفرق الاقتصادي كينز بين المضاربة والاستثمار فيقول: «المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، وأما الاستثمار فهو التنبؤ بالغلات المتوقعة للأصول المالية طوال فترة بقائها»[٢] .

ويضع الدكتور أحمد محيي الدين اعتبارات على أساسها يميز بين المضاربة والاستثمار، وهي: العوائد المتوقعة، المخاطر المحتملة، مدة التوظيف، ونوع التعامل وضعناها في الجدول الآتي[٣] :

الاعتبارات	المضاربة	الاستثمار
١- العوائد المتوقعة منهما	غير منتظمة ومتأرجحة، وعوائدها مرتفعة عادة، لأن المضارب يهتم بتحقيق الربح عن تحركات السعر السوقي للورقة المالية.	تمتاز بالدورية والثبات النسبي وعدم تضخمها وعوائده تكون أقل عادة. لأن المستثمر يضع في اعتباره المردود السنوي له والتراكمات الرأسمالية للأصول.

(١) Wilford. J. Eheman & Charles, A. Dice & Savid, K. Eiteman. The Stock Market, (New York: Mcgraw, -Hill Book Company) p. 1.

(٢) انظر: **مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، مج ٢، العدد ١، ص٢٢.

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٩٣ وما بعدها.

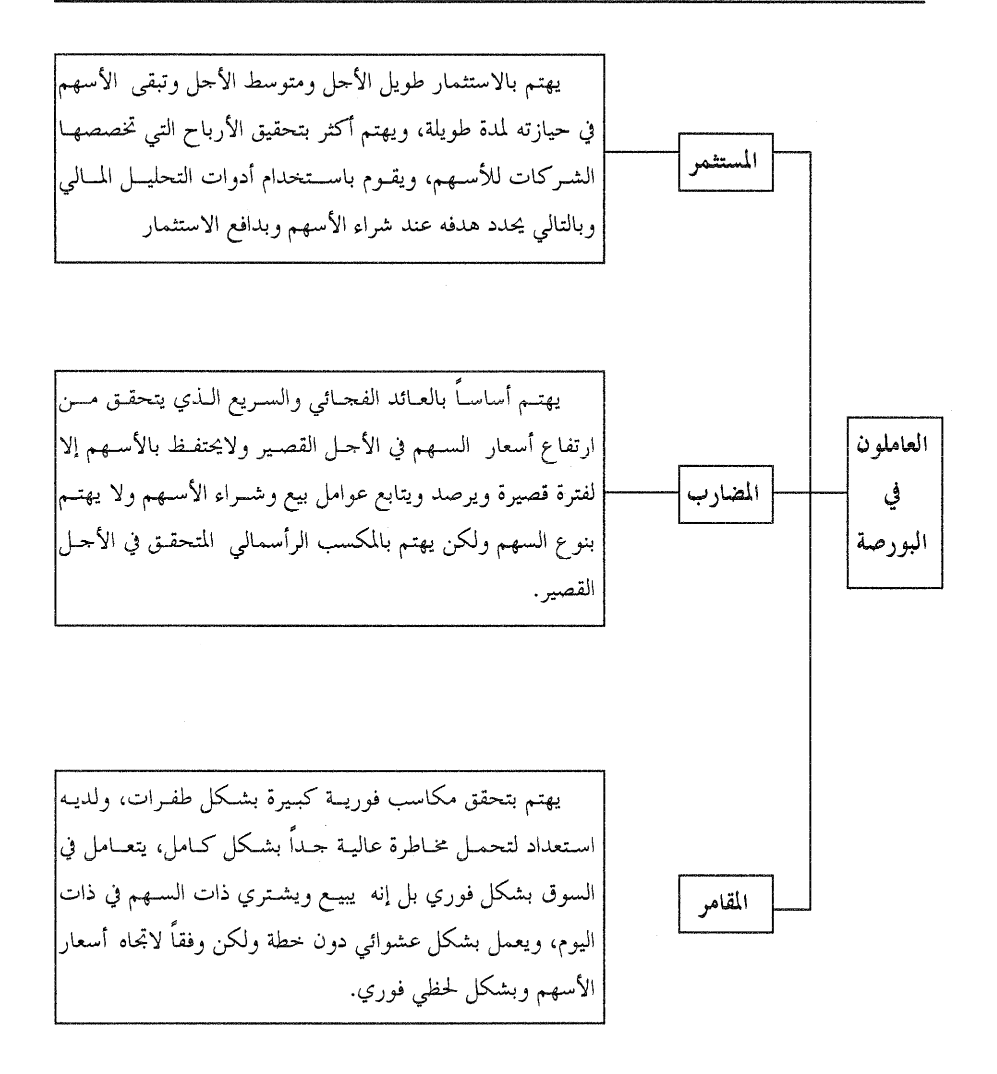
٢- المخاطر المحتملة	درجة المخاطرة فيها مرتفعة، فالخسائر التي يتعرض لها المضارب خطيرة، قد تخرجه من السوق، وتعرضه للإفلاس.	درجة المخاطرة أقل، فالخسائر التي يتعرض لها المستثمر غالباً ما تكون طفيفة يمكن تغطيتها بالأرباح الاحتياطية.
٣- أجل التوظيف	أجل التوظيف تأخذ فترة قصيرة لأن المضارب يحاول الاستفادة من تذبذبات الأسعار.	أجل التوظيف تأخذ فترة طويلة.
٤- نوع التعامل	السوق الآجلة وخاصة عمليات الشراء بالهامش والبيع على المكشوف والاختيارات هي ميدان المضارب، لأنه يريد الربح الكبير والسريع.	السوق العاجلة هي ميدان المستثمر غالباً.

شكل (١٠) الفرق بين المضاربة والاستثمار

من خلال عرض معنى المقامرة والمضاربة والاستثمار، يتبين أنه يوجد في سوق الأوراق المالية كلاً من المستثمر والمضارب والمقامر، ولكل منهم خصائصه، نوضحه في الشكل التوضيحي الآتي[1] :

(١) هناك ثلاث فئات من المضاربين في البورصة:

الأولى: المحترفون وهم كبار المتعاملين في الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وكبار التجار =



شكل (١١) أنواع العاملين في البورصة وصفاتهم

= والبنوك، وعمل هؤلاء في المضاربة يؤثر على السوق من ناحية، كما أنه يقوم على دراسات وتحليلات أحوال السوق من ناحية أخرى.
الفئة الثانية: صغار المتعاملين، لديهم القدرة على دراسة أحوال السوق والتنبؤ بالأسعار وفق أسس فنية وعلمية وواقعية، ولكنهم لا يؤثرون على السوق.
وأما الفئة الثالثة: صغار المتعاملين الذين ليس لهم القدرة على دراسة أحوال السوق ولا التأثير عليها ويطلق عليهم بـ(السذج أو القطيع). انظر: عمر، محمد عبدالحليم: **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، ص ٢٨، العدد ٢٠٥، السنة ١٧، نيسان ١٩٩٨م.

المطلب الثاني - أنواع المضاربة في بورصة الأوراق المالية، والتكييف الفقهي لها

أولاً - أنواع المضاربة في البورصة: هناك نوعان من المضاربة هما:

١ - مضاربة على الصعود (*Speculate on a rise -Bull Transaction*)

وهي تصرف المضارب الذي يقوم بشراء أوراق مالية لأجل، بغية بيعها ثانية بسعر أفضل عند التصفية وقبض الفارق[1] .

فعندما يتنبأ المضارب بارتفاع الأسعار، ويشتري أوراقاً مالية لأجل، ثم يقوم بالبيع عندما تصح توقعاته، والربح هو الفارق بين سعري الشراء والبيع مطروحاً منه المصاريف وعمولة السماسرة. ولتوضيح كيفية هذه المضاربة نضرب المثال الآتي: نفرض أن أحد المضاربين على الصعود تعاقد على شراء (١٠٠) سهم من شركة (*Casio*) في أول آذار ١٩٩٩م، لتسليمها في ١٥ آذار ١٩٩٩م بسعر السهم (١٠$)، ثم ارتفع سعر السهم إلى (١١$) فيقوم ببيعها.

	شراء			بيع		
التاريخ	سعر السهم	عدد الأسهم	المبلغ	سعر السهم	عدد الأسهم	المبلغ
١٩٩٩/٣/١م	$١٠	١٠٠	$١٠٠٠	------	------	----
			------	$١١		
١٩٩٩/٣/١٥م	-----		____		١٠٠	١٠٠
			$١٠٠٠			

$١١٠٠

- ١٠٠٠

١٠٠ $ ربح قبل طرح المصاريف وعمولة السمسرة.

---

(١) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٢٢٠، وانظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٩٧. رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٤.

٢ – مضاربة على النـزول (*To Speculate on A fall, Bear*)

وهـي تصـرف المضـارب الـذي يقـوم ببيـع أوراق ماليـة لأجـل (البيـع علـى المكشوف) متوقعاً هبوط الأسعار، ثم يقوم بشراء ما سبق له بيعـه، والربـح هـو فرق السعر مطروحاً منه المصاريف وعمولة السماسرة[١] .

ومثال ذلك، يفترض أن أحد المضاربين يتوقع نزول سعر ورقة ماليـة سعرها العاجل (٢٠ $) في أول نيسان ١٩٩٩م، فيقوم مثلاً ببيع (١٠٠) ورقـة منهـا في هذا التأريخ ليسلمها في ١٥ نيسان، فإذا صحت توقعاته، وانخفض سـعر الورقـة إلى (١٨ $) مثلاً، يقوم بشراء الـ(١٠٠) ورقة التي باعها ويربح عـن كـل ورقـة (٢ $).

التاريخ	شراء: سعر السهم	شراء: عدد الأسهم	شراء: المبلغ	بيع: سعر السهم	بيع: عدد الأسهم	بيع: المبلغ
١٩٩٩/٤/١م				٢٠$	١٠٠	٢٠٠٠$
١٩٩٩/٤/١٥م	١٨$	١٠٠	١٨٠٠			

٢٠٠٠$ بيع
١٨٠٠$ شراء
٢٠٠ $ ربح

فالمضارب يحصل على الربح في حالة المضاربة على النـزول أو على الصعـود، إذا صحـت توقعاتـه، وأمـا إذا حـدث عكـس ذلـك، فـإن المضــارب سيخســر وتتوقف الخسارة على درجة تغير السعر، ففـي هـذه الحالـة يلجـأ المضـارب إلى عملية التغطية (***Hedging***).

وهناك نوع آخر للمضاربة في بورصة نيويورك تسـمى بالمضاربـة المزدوجـة، حيث يدفع المضارب رسماً معيناً ويكتسب الحق في الاختيار بـين شـراء أو بيـع مئة سهم بالسعر نفسه المحدد لفترة معينة أو حتى في التخلي عن الصفقة[٢] .

(١) باز: **معجم المصطلحات المصرفيـة**، ص٢٢٠، وانظر: رضـوان: **أسـواق الأوراق الماليـة**، ص٣٣٦، وأحمد: أسواق الأوراق المالية، ص٤٩٨.

(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٢٢٠.

ثانياً – التكييف الفقهي للمضاربة في بورصة الأوراق المالية

من خلال ما سبق، تبين أنه لا يمكن تكييف المضاربة في البورصة فقهياً على أساس المضاربة الشرعية المعروفة في الفقه الإسلامي، فهما لفظان مشتركان في المبنى مختلفان في المعنى. وتبينت أيضاً طبيعة المضاربة في البورصة، فهي عقد بيع وشراء يقوم على عنصر المخاطرة ويكتنفها غالباً أمور تجعله من العقود المنهي عنها شرعاً، كالبيع على المكشوف (بيع ما لا يملك) والبيع الصوري، والبيع قبل القبض.

نستعرض فيما يلي آراء بعض رجال الاقتصاد الإسلامي حول الحكم الشرعي على المضاربة في البورصة. ذهب الدكتور أحمد محيي الدين إلى القول: بأن المضاربة في البورصة غير جائزة، لأنها تدخل ضمن العقود الصورية، لوجود القرائن التي تكشف أن الإرادة الحقيقية للمتعاقدين لا تتجه نحو إنجاز عقد بيع حقيقي من آثاره التملك والتمليك[١] . ويقيس المضاربة على بيع العينة، والعلة عنده أن المضاربين يكتفون بدفع أو قبض الفارق بين سعري البيع والشراء. ويرى أن المضاربين يقومون ببيع الأوراق المالية التي سبق لهم شراءها قبل قبضها وبيع الشيء قبل قبضه لا يجوز عند جمهور الفقهاء. ثم يخلص إلى القول الآتي: «دللنا على منعها لمخالفتها قواعد المعاملات، ولإضرارها على النشاط الاقتصادي بصورة عامة، وعلى أسواق الأوراق المالية المنظمة بصورة خاصة، مما يؤكد على حكمة منع الفقه الإسلامي للمضاربة واستبعادها من معاملات أية سوق إسلامية للأوراق المالية»[٢] .

ويذهب أستاذنا حسن عبدالله الأمين إلى أن المضاربة في البورصة لا تجوز شرعاً، لأنها بهذه الصفة نوع من البيوع الفاسدة[٣] . وينحو الدكتور محمد

(١) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٥٩٣، و٦٠٧.

(٢) المرجع السابق، ص٦٠٧.

(٣) الأمين، حسن: **المضاربة الشرعية وتطبيقاتها المعاصرة**، ص١٤.

صادق العفيفي المنحى نفسه حيث يقول: ((والمضاربات بهذه الصورة - أي في البورصة - لا تعدو كونها نوعاً من المقامرة وإن جاءت في صورة بيع وشراء، وتلك الصورة تنكرها الشريعة الإسلامية ولا ترضاها))[١] . ويذهب إلى هذا القول أيضاً كل من الشيخ السالوس[٢]، والدكتور يوسف كمال محمد[٣] .

وأما الدكتور محمد عبدالمنعم عفر فإنه تعرض للمسألة من خلال عرضه لدافع الطلب على المضاربة فيقول: ((يقوم الطلب على المال للمضاربة في سوق الأوراق المالية في المجتمعات غير الإسلامية على ميل المنشآت والأفراد لتحقيق عوائد على أموالهم، بانتهاز فرص الاستثمار المربح لتوظيف الأموال فيها، وبالمضاربة في سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) بقصد تحقيق أرباح بشرائها في أوقات انخفاض أثمانها وإعادة بيعها في أوقات ارتفاع أسعارها، وأن هذا الطلب مرتبط بسعر الفائدة))[٤] . ثم يقول: ((إن الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها هي الأسهم والسندات، أما السهم فهو معرض للربح والخسارة، فإن تبادله في السوق مباح، أما السند[٥] فلا يتم تبادله في السوق لاشتماله على ربح ثابت، ولذا فإن نطاق المضاربة في هذا المجال محدد عما هو عليه في الاقتصاد غير الإسلامي، ومرتبط بحجم الدخل في المجتمع، باعتباره محصلة لنشاط المشروعات الإنتاجية التي يتم التعامل في أسهمها))[٦]، ثم يذكر آراء الفقهاء القائلين بعدم جواز أعمال المضاربة في البورصة، لأنها تدخل ضمن بيع ما لا يملك وبيع الشيء قبل قبضه. وينقل أيضاً آراء الفقهاء الذين يقولون بجواز

(١) العفيفي، محمد صادق: **المجتمع الإسلامي وفلسفته المالية والاقتصادية**، ٢/٣٣٨-٣٣٩ (القاهرة: مكتبة الخانجي، د. ط، ١٩٨٠م).

(٢) السالوس: **الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة**، ٢/٥٩٠.

(٣) محمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢٤.

(٤) عفر، محمد عبدالمنعم: **نحو النظرية الاقتصادية في الإسلام (الدخل والاستقرار)**، ص٢٧٢ (د. م: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، د. ط، ١٤١٠هـ، ١٩٩١م).

(٥) عفر، محمد عبدالمنعم: **النظرية الاقتصادية بين الإسلام والفكر الاقتصادي المعاصر**، ٣/٣٠٦-٣٠٧ (قبرص: بنك فيصل الإسلامي بقبرص، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م).

(٦) ذكرنا البدائل للسندات فتجوز المضاربة حينئذٍ على تلك البدائل الشرعية كصكوك المضاربة.

المضاربة، إذا كان هناك إمكان الحصول على المبيع أو الثقة في إمكان الحصول عليه وفاءً بالبيع قياساً على السلم[١] .

ويرى الدكتور محمد علي القري أن المجازفة في البورصة تختلف عن القمار حيث يقول: «كل معاملة تجارية تتضمن بالضرورة عنصر عدم اليقين ...والباعث على أكثر المعاملات التجارية هو اختلاف توقعات الأفراد حول ما سيحدث في المستقبل...فالتاجر مستعد أن يدفع سعراً في الحاضر مرتبطاً بالسعر الذي يتوقع أن يسود في المستقبل، ولا يوجد ضمان لتحقيق ذلك المتوقع»[٢] . ويقول: «إن تحقيق غرض المشتري من العقد هو مجرد احتمال أمر ليس له علاقة بالغرر ولا بالقمار، فإذا كان عقد الشراء صحيحاً تام الأركان ناجزاً، فإن ما يحدث بعد ذلك هو مخاطرة تجارية ليس لها علاقة بصحة العقد أو فساده»[٣] . ولكنه لا ينكر احتمال وجود مجموعة من المستثمرين في البورصة يتعاملون بالأوراق المالية لأغراض القمار، ولكن تشخيص هؤلاء ليس سهلاً لتشابه شكلية العقود، وإن احتمال وإمكانية وجود مقامرين في البورصة ليس مبرراً كافياً لإلغاء مجموعة المعاملات التي يغلب عليها أن تكون مفيدة.

وأما الدكتور محمد عبدالحليم عمر فيرى أن المضاربة في البورصة من حيث إنها بيع وشراء الأوراق المالية لا شيء فيها طبقاً للرأي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم، وإن وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لاشيء فيه أيضاً، لأن الأصل في التجارة المخاطرة، ولكن بشرط أن تكون المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية لدى المضارب، وإلا كانت نوعاً من المقامرة. ويرى أن المضاربة تحرم إذا صاحبتها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضللة، أو ممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد، كالبيع الصوري وبيع ما لا يملك، وبيع الشيء قبل

---

(١) عفر: **النظرية الاقتصادية بين الإسلام والفكر الاقتصادي المعاصر**، ص٣٠٧.

(٢) القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج ١، العدد ١، ص١٤.

(٣) المرجع السابق، ص١٥.

قبضه[١] . ويرى أن العمل على منع الممارسات غير الشرعية المصاحبة للمضاربة، لابد من اتخاذ إجراءات تحد من المضاربات الضارة في البورصة من أهمها[٢] :

١ - استخدام السياسة الضريبية، وذلك بفرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية خلال فترة قصيرة، مع مراعاة التمييز في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة.

٢ - تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين، حتى لا يمكنهم التأثير على السوق وتوجيهه نحو المضاربة[٣] .

٣ - وضع القيود على تغيير الأسعار بحيث لا يسمح لأي جهة الاستفادة من رفع الأسعار إلى الأعلى أو الأدنى بشكل سريع بحيث يمكن من المقامرة.

٤ - تدخل الجهات الإشرافية لتحديد الأسعار عند وجود محاولات للتأثير على الأسعار بشكل خطير، أي التسعير، وهو جائز إذا حاول التجار رفع الأسعار ظلماً. فإن للحاكم أن يتدخل للتسعير عليهم بسعر المثل[٤] .

٥ - فرض عقوبات على من يحاول أن يباشر نشاطاً غير أخلاقي من عمليات التزوير والكذب.

بعد ذكرنا لآراء بعض فقهاء الاقتصاد حول المضاربة في البورصة نميل إلى رأي الدكتور محمد عبد الحليم عمر، وذلك بعد عرضنا وتحليلنا لمفهوم المضاربة

---

(١) عمر: **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٨، العدد ٢٠٥، السنة ١٧، نيسان ١٩٩٨م.

(٢) المرجع السابق، ص٢٩. وقد ذهب إلى وضع التحديدات أيضاً الدكتور محمد علي القري والدكتور سيف الدين إبراهيم.

(٣) في بورصة طوكيو لا تسمح لكبار المتعاملين باستثمار نسبة تزيد على ما تحدده سلطة السوق. انظر: القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، ص١٨.

(٤) ابن القيم، شمس الدين محمد بن أبي بكر: **الطرق الحكمية في السياسة الشرعية**، ص٣٧٤ تحقيق: عصام فارس الحرستاني، تخريج الأحاديث: حسان عبدالمناف، (بيروت: دار الجيل، ط١، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م).

في البورصة، يتبين أن ما ذهب إليه الدكتور محمد عبدالحليم هو المطابق لطبيعة المضاربة في البورصة، فهي جائزة إن جردت مما علقت بها من الشوائب بأسلوب العقد وبالممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها.

* * *

المبحث الثاني

العمليات العاجلة في البورصة (*Spot Transaction*)

نستعرض في هذا المبحث ماهية العمليات العاجلة، والمنظور الفقهي لها، وسيتضمن أيضاً طبيعة التعامل بالهامش، وموقف الفقه منه، وذلك في مطلبين اثنين:

المطلب الأول - العمليات العاجلة أو النقدية في البورصة

أولاً - ماهية العمليات العاجلة: وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، وبعد تمامها يسلم البائع فيها الأوراق المالية[١]، ويسلم المشتري ثمنها حالاً أو خلال مدة وجيزة جداً ٤٨ ساعة في أغلب الأسواق المالية، حيث يحتفظ المشتري بتلك الأوراق المالية[٢]، يستفيد من أرباحها ويتحمل خسارتها أيضاً[٣].

---

(١) تحدد أسعار الأوراق المالية من خلال العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشتري وأدنى سعر يقبله البائعون.

(٢) في بورصة نيويورك يلزم أن يصفى العمليات العاجلة في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية.

(٣) انظر: أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٤. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٥١/١. وسليمان: رأي التشريع في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ج٥، ٣٩٥/١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣١٦.

وبما أن هذه العمليات تجري في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية، ولا يسمح للمتعاملين بدخولها ماعدا السماسرة وموظفي السوق، فإن البورصة تقوم بإتمام صفقات البيع والشراء هذه بصفة الوكيل عن العاقدين، وترسل الأوراق التي تم التعامل عليها للطرفين للتوقيع عليها.

وهذه العمليات تجري على أصول مالية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية، وهي عمليات بيع وشراء، حيث يحل مشتري هذه الأصول (أسهم الشركات مثلاً) محل المالك الذي باع هذه الأصول(١) .

ويرجع لجوء المتعاملين في البورصة إلى العمليات العاجلة لواحد من سببين، أو كليهما وهما:

أ – الاحتفاظ بالأوراق المالية والإفادة من أرباحها عند توزيعها.

ب – المضاربة على ارتفاع أسعارها، ليبيعها عند تحقّق ذلك، مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً في السوق الآجلة(٢) .

ثانياً – المنظور الفقهي لهذه العمليات

بعد عرضنا لطبيعة العمليات العاجلة في البورصة يتبين لنا أن شروط عقد البيع والشراء ينطبق عليها من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه(٣) ، لذا فهي جائزة من الناحية الشرعية إذا كانت الأوراق المالية المتداولة جائزة بيعها كالأسهم دون السندات بفائدة لأنها لا يجوز التعامل بها.

---

(١) انظر: إبراهيم، عبدالرحمن زكي: **معالم الاقتصاد الإسلامي**، ص١٤٤ (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية، د. ط. ت).

(٢) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٤.

(٣) سبق ذكر شروط العقد في مقدمة هذا الفصل.

وقد صدر عن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي قراراً حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة) جاء فيه[(١)] :

- إن العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجودة في ملك البائع التي يجري فيها القبض فيما يشترط له القبض في مجلس العقد شرعاً هي عقود جائزة، ما لم تكن عقوداً على محرم شرعاً.

- إن العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات حين تكون تلك الأسهم في ملك البائع جائزة شرعاً، ما لم تكن تلك الشركات والمؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعاً كشركات البنوك الربوية وشركات الخمور، فحينئذٍ يحرم التعاقد في أسهمها بيعاً وشراءً.

- إن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة، بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً، لأنها معاملات تجري بالربا المحرم[(٢)] .

هذه العمليات هي شراء بكامل الثمن، وهناك شراء بجزء من الثمن أو الشراء بالهامش، وهذا ما نستعرضه في المطلب الآتي.

المطلب الثاني – التعامل بالهامش (*Trading on The Margin*)

أولاً – معنى التعامل بالهامش

عرّف الدكتور حسين عمر، الهامش (*Margin*) بأنه: «نقود يقدّمها عميل كدفعة جزئية من ثمن شراء ورقة مالية بموجب عقد آجل»[(٣)] . وقد عرفه

---

(١) **قرارات مجلس المجمع الفقهي الإسلامي** (رابطة العالم الإسلامي: من دورته الأولى لعام ١٣٩٨هـ، حتى الدورة الثامنة عام ١٤٠٥هـ)، ص١٢٣ (مكة المكرمة: رابطة العالم الإسلامي، الأمانة العامة، د. ط، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م).

(٢) العقود العاجلة على البدائل الشرعية للسندات المحرمة، كصكوك المضاربة والمربحة ونحوها التي ذكرناها في الفصل الثاني جائزة شرعاً.

(٣) عمر: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٥٤٧.

صاحب معجم المصطلحات المصرفية بأنه: ((قيمة عملية ما مودعة كضمان بانتظار إتمام هذه العملية لاحقاً))[١] . كما عرف الشراء على الهامش (*Margin Buying*) بأنه: ((شراء سندات بالاقتراض واستعمالها في الوقت نفسه ضماناً للقرض))[٢] .

وأما معنى التعامل بالهامش في البورصة فهو: دفع المشتري جزءاً من المال واقتراض جزء آخر منه من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض[٣] .

ويهيئ السمسار ذلك الجزء الذي يقترضه منه عميله، إما باستخدام تلك الأوراق المرهونة لديه في الاستقراض بضمانها من المصارف، ولكن بسعر فائدة أقل، وإما بإقراض المشتري (عميله) من الأرصدة الدائنة لعملائه المتراكمة لديه، وإما بإقراضه الأوراق المالية المشتراة لغيره من السماسرة الذين يقترضونها لصالح عملائهم القائمين بالبيع القصير[٤] .

والهامش على نوعين:

الأول: الهامش الابتدائي الأولي (*Initial Margin*) وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم في اليوم الأول فقط، وعادة يستخدم للمضاربات السريعة.

والثاني: الهامش الاستمراري وهو الذي يتعلق بالقرض لما بعد اليوم الأول[٥] .

---

(١) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص٨١.

(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٤٦.

(٣) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٨. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٥. وانظر:
John & Jordan. *Dictionary of Finance & Investment Terms,* p. 241. Michael, T. Curley. *Understanding & Using Margin,* 1st ed (Chicago: Probus publishing company, Illinmis, 1989), p. 13.

(٤) الجارحي: الأسواق المالية في ظل مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٢١.

(٥) انظر: القره داغي: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٦٣.

ثانياً – طبيعة التعامل بالهامش

سبق أن ذكرنا أن التعامل في بورصة الأوراق المالية لابد أن يكون عن طريق السماسرة، فلو أراد أحد المستثمرين أن يستثمر أمواله في أسهم إحدى الشركات، فعليه أن يتوجه إلى أحد سماسرة الأوراق المالية، ويطلب منه أن يستثمر له أمواله في البورصة، فحينئذٍ يخيره السمسار، بين استثمار أمواله استثماراً خالصاً (*Pure Investment*) أي بما يملكه من مال نقدي وبين استثماره استثماراً مختلطاً بالمضاربة.

حيث يبين السمسار لعميله أن بإمكانه أن يشتري أوراقاً مالية ضعف ما كان يشتريه نقداً، وذلك بدفع (٥٠ ٪) من قيمة تلك الأوراق التي يرغب في شرائها، والباقي من القيمة سوف يقوم السمسار بإقراضه بمعدل الفائدة السائد[١] .

وأما نسبة الهامش، وتعني المبلغ الذي يملكه المشتري منسوباً إلى مجموع المال المستثمر[٢] ، فهي تختلف باختلاف القواعد واللوائح والنظم الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات. ففي بورصة نيويورك حدد نسبة ٥٠ ٪ منذ عام ١٩٣٣م، ولم يختلف الأمر عنه كثيراً حتى الآن، حيث تخضع هذه النسبة فيها لما يسمى بالتعليمات رقم (*T*) التي تحدد أسس التعامل بالهامش، ونتيجة لأهمية الدور الذي يلعبه التعامل بالهامش في السوق الأمريكية يتم تحديد نسبة التعامل به في بورصة نيويورك، ارتفاعاً وانخفاضاً عن طريق المصرف الفيدرالي الأمريكي، وذلك لتنظيم الائتمان والتحكم في نشاط السوق المالية[٣] .

إن عدم التحكم في هذه النسبة قد يؤدي إلى زيادة حدة المضاربات، وتفاقم

---

(١) انظر: المرجع السابق، ١٦٣/١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٠. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٦.

(٢) John & Jordan. *Dictionary of Finance & Investment Terms.* p. 241. Michael. *Understanding & Using Margin.* p. 13.

(٣) John & Jordan. *Dictionary of Finance & Investment Terms.* p. 244.

الضغوط التضخمية في السوق، لذلك تخضع لقوانين صارمة تتغير تبعاً للظروف الاقتصادية وعن طريق السلطات المالية، فتشترط تلك السلطات هامشاً كبيراً لتقليل حدة المضاربات في السوق، وتسمح بهامش صغير عندما ترغب في زيادة نسبة التعامل، وبذلك يستطيع أصحاب الموارد المحدودة الدخول في السوق عن طريق الاقتراض[١].

ويتميز التعامل بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيه، فكان من أحد أسباب أزمة الكساد الكبير سنة ١٩٢٩م التي شهدته أسواق الأوراق المالية العالمية، التوسع في الشراء بالهامش، ويظهر تأثيره السلبي عندما تبدأ الأسعار بالهبوط، فحينئذٍ يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظاً على نسبة الحدود، فإن عجزوا عن السداد، باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان، وببيع السماسرة لتلك الأوراق تتعرض الأسعار لمزيد من الهبوط، حيث تزداد أوامر البيع ويقل المشترون فيؤدي إلى انهيار السوق[٢].

ثالثاً – كيفية محاسبة الهامش[٣]

ذكرنا أن الراغب في شراء كمية من الأوراق المالية بالهامش يدفع جزءاً من الثمن والباقي يدفعه السمسار كقرض على المشتري بفائدة ثابتة. ويتوقف نصيب كل من الطرفين في دفع الثمن على نسبة الهامش والتي تحددها السلطات المالية. ويسمى المبلغ الذي يدفعه المشتري رصيد المشتري (*Equity*)، والذي يدفعه السمسار برصيد المدين (*Debit Balance*)، أو الهامش (*Margin*) وهو ثابت لا يتغير إلا بتغير نسبة الهامش.

فالمشتري الذي يريد شراء أسهم بقيمة (١٠,٠٠٠$) مثلاً، فإذا كان نسبة

---

(١) القره داغي: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٦٣/١. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٦ (بتصرف).

(٢) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٠. (بتصرف).

(٣) Dalton. How the Stock Market Works. p. 161-165. Michael. Understanding & Using Margin. p. 15-16.

الهامش (٥٠ ٪) فهذا يعني أنه لابد أن يدفع (٥٠٠٠$) والباقي من المبلغ يقرضه السمسار بفائدة ثابتة، ماعدا العمولة والمصاريف الأخرى.

٢٠$ × ٥٠٠ سهم	١٠,٠٠٠$	سعر السوق السائد *Current market value*
نسبة الهامش ٥٠ ٪	٥٠٠٠$	رصيد المدين (السمسار) *Debit*
نسبة الهامش ٥٠ ٪	٥٠٠٠$	رصيد العميل *Equity*

فإذا ارتفع سعر السوق إلى (22 $) للسهم الواحد، في هذه الحالة، سيكون حساب الهامش كالآتي:

٢٢$ × ٥٠٠ سهم	١١,٠٠٠	سعر السوق السائد
نسبة الهامش ٥٠ ٪	٥٠٠٠$	رصيد المدين
نسبة الهامش ٥٠ ٪	٦٠٠٠$	رصيد العميل

ففي هذه الحالة بارتفاع سعر السوق، ارتفعت قيمة رصيد المشتري أيضاً، وبما أن رصيد المشتري مرتبط بنسبة الهامش أيضاً، فهناك علاوة عليه بعد ارتفاع سعر السهم من ٢٠ إلى ٢٢$، وتحسب كالآتي:

علاوة رصيد المشتري = الرصيد الحالي − الرصيد الأولي

Excess Equity = Current Equity - Intial Equity

٦٠٠٠ − ٥٠٠٠ = ١٠٠٠$

ويحق للمشتري الاستفادة من هذه العلاوة، إما بسحبها نقداً أو الاستفادة منها في شراء عدد آخر من الأسهم. فإذا أراد أن يشتري بها أسهماً إضافية بالهامش، فكم سهماً يستطيع أن يشتري بهذا المبلغ؟...لهذه العلاوة قدرة شرائية مضاعفة تسمى قوة الشراء (*Buying Power*)، وتحسب كالآتي:

نسبة الهامش ÷ علاوة رصيد المشتري = قوة الشراء

Buying Power = Excess Equity ÷ Margin rate

ففي المثال، تكون هذه القوة كالآتي:

قوة الشراء = ١٠٠٠ ÷ ٢٠٠٠$ = ٥٠٪.

فيستطيع أن يشتري أسهماً بقيمة (٢٠٠٠$) وهكذا كلما ارتفع سعر السوق كلما زادت قيمة رصيد العميل وزادت العلاوة عليه أيضاً (Excess Equity)، وبالتالي تزيد قوة الشراء (Buying Power) وكمية الأسهم المشتراة. وهذا يعني أن السوق بارتفاع الأسعار في حالة الثور (*Bull*). وأما إذا نزل سعر السوق إلى (١٨$) للسهم الواحد مثلاً، ففي هذه الحالة سيكون حساب الهامش كالآتي:

سعر السوق السائد	٩٠٠٠$	١٨$ ×٥٠٠$
رصيد المدين	٥٠٠٠$	نسبة الهامش (٥٠٪)
رصيد العميل	٤٠٠٠$	نسبة الهامش (٥٠٪)

في هذه الحالة رصيد العميل (٤٠٠٠$) أقل من (٥٠ ٪) المطلوب من مبلغ (١٠٠٠٠$)، حيث دفع العميل (٥٠٠٠$)، نرى أن رصيده نزل مع نزول قيمة السوق. فهو مطالب بمبلغ (١٠٠٠$) لو أراد أن يصفي حسابه ولكن السمسار لا يطالبه الآن، ويسمى هذا بالطلب الأولي (*Initial Requirement*)، حيث لا يطالب السمسار عميله بإيداع المبلغ أو بيع أسهمه، ما لم يصل رصيد العميل إلى أقل من ثلث رصيد المدين (السمسار)، وهذه النسبة تختلف حسب قوانين البورصة، فقد حددت بورصة نيويورك (*NYSE*) نسبة (٢٥ ٪)، فإذا أصبح رصيد العميل أقل من ربع رصيد المدين يقوم السمسار بطلب يسمى بـ(طلب الكفالة) (*Maintenance Requirement*)، أو طلب الهامش (*Margin Call*)، ففي المثال المذكور لو نأخذ بالنسبة التي حددتها بورصة نيويورك، يعني أن رصيد العميل لو وصل إلى أقل من ربع رصيد المدين أي (١٢٥٠$)، حينئذٍ يطلب السمسار (طلب بالهامش)، فنفرض أن سعر السوق لو نزل إلى (١٢$)

للسهم الواحد، فيكون الهامش كالآتي:

سعر السوق السائد	٦٠٠٠$	١٢$ ×٥٠٠$
رصيد المدين	٥٠٠٠$	نسبة الهامش (٥٠ ٪)
رصيد العميل	١٠٠٠$	نسبة الهامش (٥٠ ٪)

لو نزل رصيد العميل إلى أقل من ربع رصيد المدين، ففي هذه الحالة يصدر السمسار طلب الهامش (*Margin Call*)، وهو طلب مبلغ يوصل رصيد العميل إلى فوق ربع رصيد المدين، فهنا الطلب يكون على الأقل (٢٥٠$) حتى يرتفع رصيد العميل إلى (١٢٥٠$) والذي يعادل ربع رصيد المدين (٥٠٠٠$)، وإذا نزل سعر السوق أكثر فالسمسار يطلب هامشاً آخر، فحينئذٍ يجب على العميل أن يقرر استمراريته على دفع طلب الهامش، أو أن يصدر أمر البيع لسمساره لبيع أسهمه ليوقف خسارته عند ذلك الحد، والسوق في هذه الحالة تسمى بالدب (*Bear Market*).

بعد عرضنا لكيفية حساب الهامش نخلص إلى القول بأن الشراء بالهامش في حالة ارتفاع سعر السوق يضاعف من ربح العميل، ويضمن للسمسار قرضه والفائدة عليه إضافة إلى عمولته، وبالعكس في حالة نزول سعر السوق، يتعرض العميل لخسائر مضاعفة. ولكن وضعية السمسار تبقى ثابتة، فلديه أوراق مالية مرهونة لعميله لتأمين قرضه ويأخذ فائدته وعمولته أيضاً. وفي الجدول الآتي تتضح حالة العميل عندما يتعامل بالنقد والهامش عند ارتفاع سعر السوق وهبوطه.

حالة السوق	سعر السهم	رصيد العميل	عدد الأسهم	التعامل بالنقد	التعامل بالهامش ٥٠٪
سعر السوق السائد وقت الشراء	١٠$	١٠٠٠$	١٠٠	شراء ١٠٠ سهم بقيمة ١٠٠٠$ يعادل رصيد العميل	١٠٠٠$ رصيد العميل ١٠٠٠$ رصيد العميل ٢٠٠٠$ ٢٠٠٠/١٠ = شراء ٢٠٠سهم
نزول سعر السوق	٨ $	١٠٠٠$	١٠٠	بيع ١٠٠ سهم بقيمة ١٠٠ × ٨ = ٨٠٠ $ ١٠٠٠-٨٠٠=٢٠٠ $ ينقص من رصيد العميل	بيع ٢٠٠ سهم ٨ ×٢٠٠=١٦٠٠ $ ٢٠٠٠-١٦٠٠=٤٠٠$ خسارة ما عدا الفائدة الثابتة والعمولة تنقص من رصيد العميل
ارتفاع سعر السوق	١٢$	١٠٠٠$	١٠٠	بيع ١٠٠ سهم ١٢ × ١٠٠= ١٢٠٠$ ١٢٠٠-١٠٠٠=٢٠٠$ ربح يضاف إلى رصيد العميل	بيع ٢٠٠ سهم ١٢×٢٠٠=٢٤٠٠$ ٢٤٠٠-٢٠٠٠=٤٠٠$ ربح قبل خصم الفائدة الثابتة والعمولة

شكل (١٢) مقارنة بين التعامل بالنقد والهامش

رابعاً - التكييف الفقهي للتعامل بالهامش

بعد عرضنا لمفهوم التعامل بالهامش وطبيعة التعامل به، نستعرض فيما يلي آراء بعض الكتاب المعاصرين حول حكم التعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية.

ذهب الدكتور القره داغي إلى القول بعدم جواز التعامل بالهامش، لأن فيه ربا وهو اقتراض المال مقابل دفع فائدة. ويرى أن البديل هو البيع الآجل[١]. ويرى الدكتور أحمد محيي الدين أيضاً، أن هذا التعامل غير جائز شرعاً حيث يقول: «إن جوهر عمليات التعامل بالهامش مضاربة وأحكام الفقه الإسلامي تمنع المضاربة، وأن اقتراض المال لزيادة حجم التعامل مقابل دفع فائدة ثابتة على القروض ربا لا يجوز التعامل به شرعاً. وعليه فلا يجوز التعامل بالهامش»[٢]. ويذهب الدكتور صبري هارون أيضاً إلى أن التعامل بالهامش لا يجوز حيث يقول: «يجتمع فيه عناصر الدَّيْن الثلاثة: وجود دين مستقر في الذمة، الأجل، وزيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل»[٣].

ونرى أن علة وجود القرض بفائدة ثابتة في التعامل بالهامش هي التي جعلته محرماً. ولا تعود الحرمة إلى طبيعة التعامل نفسه، فلو أقرضه السمسار المبلغ المطلوب بدون فائدة لأصبح التعامل جائزاً، وإن تحديد نسبة الهامش لا بأس بها، لأنها تحد من المضاربات الحادّة، وكذلك تحد من زيادة حجم التعامل بالدين، ولأنها تساعد على استقرار السوق، فكلما ارتفعت نسبة الهامش زاد التعامل بالنقد، وبالعكس كلما انخفضت نسبة الهامش قل التعامل بالنقد، وبذلك يقل ضمان سداد القرض عند نزول الأسعار، حيث ترتفع نسبة الخسارة وتتضاعف. ونرى تضمين الدين عن طريق الرهن، بأن يضع العميل رهناً عند السمسار مقابل القرض. وأما البدائل فقد أشار الدكتور علي القره داغي إلى بديل البيع الآجل[٤]، ولكنه لم يتطرق إلى كيفية وآلية تطبيقيه في البورصة، وخاصة ضمان دفع الثمن عند نزول الأسعار.

---

(١) القره داغي: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٦/١.

(٢) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٨.

(٣) هارون: **أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)**، ص٢٧١.

(٤) القره داغي: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٦/١.

المطلب الثالث – البيع على المكشوف

أولاً – معنى البيع على المكشوف أو البيع القصير

يستعمل في الاصطلاح الاقتصادي لفظ (طويل) و (قصير) لبيان نوع البيع، فهناك البيع القصير والبيع الطويل، وليس المقصود من الطول أو القصر في هذا البيع، طول أو قصر الفترة الزمنية، وإنما يتعلق بالهدف من البيع.

فالبيع الطويل هو بيع أوراق مالية بعد التملك الفعلي، ففيه يشتري العميل الأوراق المالية متوقعاً ارتفاع أسعارها، فيشتري بسعر منخفض ليبيع بسعر أعلى منه، ويسمى القائمون على البيع الطويل بالمتفائلين (الثيران) (*Bullish*)[(١)] .

وأما البيع القصير فهو بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من حافظته المالية، إما لأنه لا يملكها أساساً، أو لأنه يملكها ولا ينوي أن يسلمها وقت البيع. ويقوم البائع بالبيع القصير عندما يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية مستقبلاً، على أمل أن يقوم بشرائها فيما بعد، أو تغطية موقفه بسعر أقل والحصول على الربح[(٢)] . ويُسمّى القائمون بالبيع القصير بالدببة أو المتشائمين .(*Bearish*)

وقد عرفت الموسوعة الأمريكية البيع القصير بأنه بيع يحدث عندما يقوم شخص ببيع أسهم لا يملكها بعد[(٣)] . وهو تعريف غير جامع لأنه لا يمكن فهم ماهية البيع القصير من خلاله. وقد ذهب فريدرك (*Fredric Amlin*) إلى تعريفه بقوله: «بأنه بيعٌ لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء

---

(١) Dalton. *How the Stock Market Works.* p. 25.

(٢) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٢٠. وانظر:
Dalton. *How the Stock Market Works,* p. 725. Rotherford, Donald. *Dictionary of Economics,* 1st ed (London: Clays Ltd, St Lves ple, 1992) p. 419.

(٣) *The Encyclopedia Americana.* (New York: American Corporation International Headquarters, International Edition, 1989) v 17. P. 256.

الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكها»، وحينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال: إنه أخذ مركزاً قصيراً (*Short Position*)[(١)] .

وقد عرفه روبرت (*Robert Wessed*) بأنه: «عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم»[(٢)] .

من هذه التعاريف للبيع القصير يظهر لنا أنه عملية تعتمد على:

أ - الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير المحدد بمدة زمنية فهو قرض حال.

ب - المخاطرة على نزول الأسعار، حيث فيه احتمال الربح والخسارة.

جـ - تسديد القرض، سواء كان رابحاً في بيعه أو خاسراً.

د - الغرض من هذا البيع استفادة العميل من الفرق بين السعرين. وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود، كما يحصل على أرباح الأسهم التي توزعها الشركة المصدرة للأسهم في هذه الفترة، كما في القوانين الأمريكية، إضافة إلى حصوله على عمولة مقابل خدماته الإدارية.

هـ - يدخل ضمن العمليات العاجلة لأن العميل (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشترين من ناحية، وملزم أيضاً بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات، أو تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك (*NYSE*)[(٣)] .

---

(١) Eredric, Aling. *Investment,* 4th ed (New York: prentice Hall Inc, NEWW Jerse,) p. 526.

(٢) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٢.

(٣) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٢٠.

ثانياً – طبيعة البيع على المكشوف

يتم هذا البيع عادة من قبل العميل الذي يدخل السوق مضارباً على الهبوط (*Bearish*)، حيث يأمل انخفاض السعر، فيحصل على ربح ناتج من فارق السعر.

فإذا توقع العميل المضارب أن أسعار أسهم إحدى الشركات سوف تنخفض، فيقوم بالبيع على المكشوف، ولكن بما أنه لا يمتلك الأوراق المالية التي يريد أن يبيعها، فيقترضها من سمساره، ثم يصدر إليه أمراً ببيع الأوراق المقترضة محدداً كميتها ونوعها، وغالباً ما توجد هذه الأوراق عنده، وهي التي تتعلق بعملائه الآخرين، فإذا لم تكن موجودة عنده يقوم باقتراضها من سمسار آخر.

وأما مدة الاقتراض، فهي عادة يوم واحد، يتحدد تلقائياً ما لم ينهه أحد الطرفين، ومن البديهي أن العميل يحاول تمديد فترة الاقتراض، حتى تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه، وحينئذٍ يقوم بشرائها (بسعر أقل من سعر البيع) منتفعاً من فارق السعرين (الربح= سعر الشراء – سعر البيع)، ثم يُرجع الأوراق المشتراة إلى سمساره، وأما إذا خاب توقع العميل وارتفعت الأسعار، فإنه سيكون مهدداً بتغطية مركزه بخسارة كبيرة، وخاصة إذا كانت نسبة ارتفاع السعر كبيرة[١] .

ويقتضي البيع على المكشوف وجود بائع على المكشوف (*Short Seller*)، يدخل السوق مضارباً على الهبوط (*Bearish*)، ووجود مشتر لمركز طويل (*Long Position*) يدخل السوق مضارباً على الصعود (*Bullish*)[٢] .

مثال: يفترض أن شركة (*ABC*) تبيع أسهمها بسعر (٥٠$) للسهم الواحد، ويتوقع العميل انخفاض أسعارها إلى (٣٠$) في وقت قريب. فيقترض من بيت

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٣ بتصرف.

(٢) المرجع السابق، ص٣٢٣.

السمسرة (١٠٠) سهم من أسهم هذه الشركة، ويبيع له السمسار بالسعر السائد (٥٠ $)، فإذا صح توقعه ونزل السعر إلى (٣٠ $)، يصدر أمر الشراء لسمساره بشراء هذه الكمية من الأسهم، ويرجع تلك الأسهم ويحصل على ربح الناتج من فارق السعرين. وأما إذا خاب توقعه وارتفع السعر إلى (٦٠ $) مثلاً فعليه شراء تلك الكمية من الأسهم بهذا السعر، وبذلك يدفع خسارة تمثل الفارق بين السعرين. كما في المخطط الآتي[1] :

أ - حالة نزول السعر إلى ٣٠$: الربح =قيمة الشراء - قيمة البيع

(١٠٠ x ٥٠$) - (١٠٠ × ٣٠ $) = (٢٠٠٠$) ربح قبل خصم عمولة السمسار والمصاريف الأخرى.

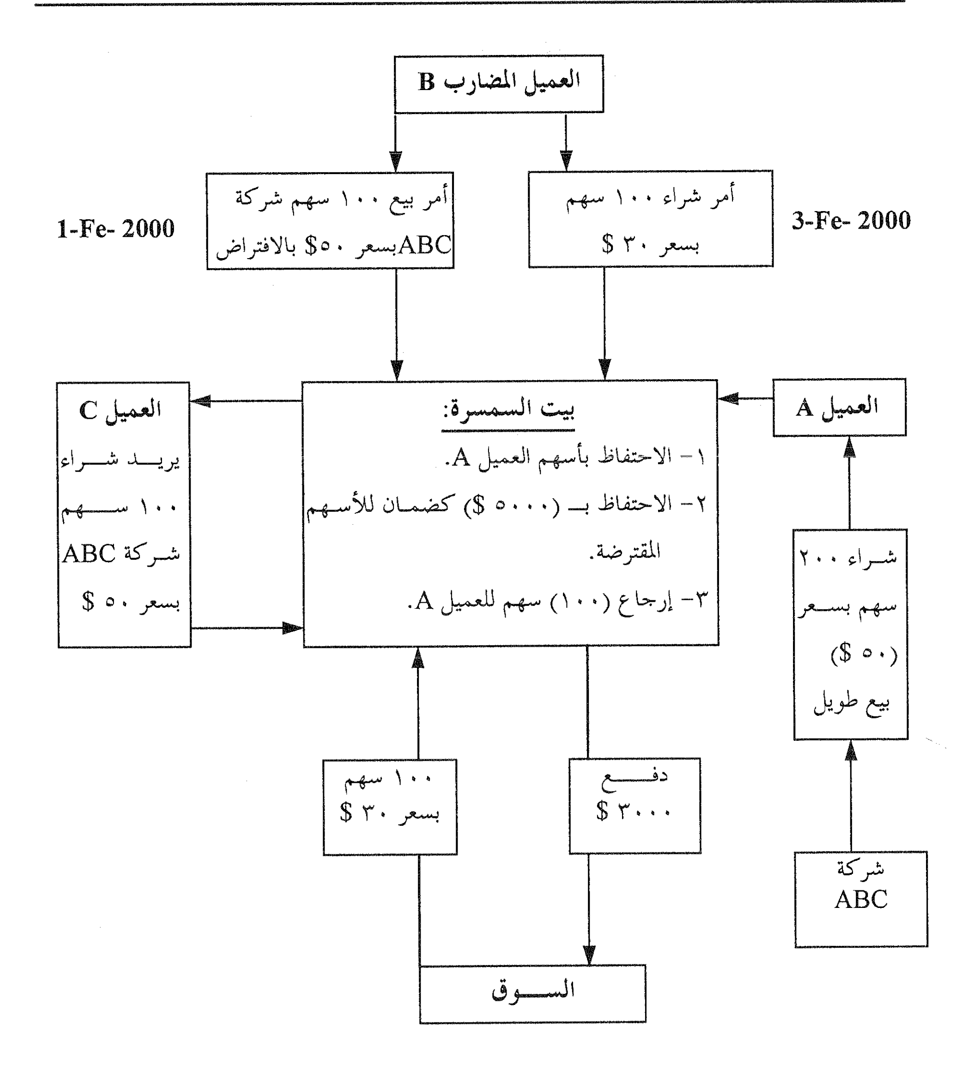
ب - حالة ارتفاع السعر إلى ٦٠$:

(٥٠٠٠$) - (خسارة) ما عدا عمولة السمسار والمصاريف الأخرى.

ولهذا البيع عيوب منها: أن جماعات الضغط (المتخصصون وأعضاء بورصة الأوراق المالية) في البورصة إذا شاركوا في عمليات البيع على المكشوف، فإنها قد تقوم ببيع كميات كبيرة من الأوراق المالية على المكشوف، وذلك لتنزل الأسعار في السوق فيقومون بشرائها، ويحفظون بذلك مركزهم دون التعرض للخسارة. أما إذا لم يكن لهم مشاركة في هذا البيع فقد يمتنعون على المكشوف، وذلك لإحراج البائعين على المكشوف. وهو ما يسمى بـ(*Cornering the Market*)، فيضطر هؤلاء لشراء تلك الأوراق بأي سعر يفرضه هؤلاء المتلاعبون بالأسعار (*Manipulating Speculators*)، فيتعرضون لخسارة تتوقف على مقدار ارتفاع السعر فوق سعر اليوم الأول.

---

(١) Dalton. *How the Stock Market Works*. p. 157.



لذلك منعت بعض البورصات (كبورصة نيويورك *NYSE*) عمليات البيع على المكشوف إذا كان اتجاه أسهم الشركة التي يجري تداولها نحو الانخفاض، لأن انتشار هذا النوع قد يؤدي إلى انهيار السوق[١] . وينتفع القائمون بهذا البيع على حساب المستثمرين، لأنهم يبيعون لأنفسهم ما يملكه المستثمرون من أوراق مالية.

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٤.

ثالثاً – التكييف الفقهي لعمليات البيع على المكشوف

بعد أن وقفنا على حقيقة البيع على المكشوف، تبين أن العميل والسمسار قد تعاملا بأموال غيرهما دون إذنهم ولا سابق علمهم ولحسابهما وليس لحسابهم، حيث اقترض السمسار لعميله أوراقاً مالية من عملائه الآخرين من دون إذنهم. فهذا تصرف في مال الغير بغير إذنه وهو مما لا يقره الشرع الإسلامي، وإن كانت الترتيبات الأخرى، بعد التصرف مما لا يخالف الشرع من تسليم وتسلم، وتمليك وتملك، حيث إن العميل الثالث الذي يشتري ما يبيعه السمسار لعميله المضارب من أوراق مالية غير مطلع أن تلك الأوراق لا يملكه البائع، لذلك يكون الشراء جائزاً في حقه ما دام أنه غير مطلع، فإن اطلع فلا يجوز له الشراء. وقد استدل المتخصصون في الفقه والاقتصاد حول عدم صحة البيع القصير شرعاً بما يلي[1] :

١- المقامرة والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض،كما أن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها عملاؤه يعين القائمين بهذا البيع على القمار.

٢- تضليل المشتري، إذ إن البائع يسلم أوراقاً مالية مقترضة وليست ملكاً له.

٣- الحصول على الأرباح على حساب المتعاملين الآخرين من دون علمهم.

٤- دخول تصرف السمسار ضمن تصرفات الفضولي، الذي يتصرف في مال غيره بغير إذنه.

بعد هذا السرد للأدلة على عدم جواز البيع على المكشوف، نرى أن العلة

---

(١) انظر: الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٣٤/١. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٦٥/١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٢٦-٣٢٧. وهارون، صبري: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٦٨-٢٦٩. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٢٩.

الأساسية والجوهرية في عدم صحة هذا البيع، هي تصرف السمسار في مال غيره بغير إذنه، وهو ما يسميه الفقهاء بـ(تصرفات الفضولي)، حيث ذهب الفقهاء إلى بطلانها[١].

ويجب ألا يختلط علينا الأمر بأن السمسار وكيل، فيجوز له التصرف، وذلك لأن الوكيل لا يملك من التصرف إلا ما يقتضيه إذن موكله من جهة المنطق أو العرف، فإذا باع مال موكله بغير إذنه لم يجز[٢]. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن السمسار لم يقم بتنفيذ أمر البيع بصفته وكيلاً عن صاحب الشأن، وإنما بصفته عن غير ذي صفة أو شأن، إذ قام ببيع أوراق الأصيل لحساب الأخير متاجرة بأموال الغير دون علمهم ومن وراء ظهورهم.

وحتى وإن افترضنا السمسار مودعاً أُودع عنده ودائع، فلا يجوز شرعاً التصرف في الوديعة، بل عليه حفظها أو ردها إلى صاحبها إذا طلبها[٣].

وكذلك لم يقم السمسار بإقراض مال الغير ليضارب به لحساب صاحب المال بل ضارب لحساب غيره ومصلحته هو كسمسار، هذا إن افترض عمله مضاربة.

فإن أقرض السمسار من عملائه الآخرين بإذنهم، جاز البيع، لأن إطلاع هؤلاء على البيع يحد من تصرفات المتلاعبين بالأسعار من خلال إقدامهم على البيع القصير أو الامتناع عن الشراء من القائمين بالبيع القصير إن لم يكونوا مشاركين فيه.

---

(١) حكم تصرفات الفضولي عند الفقهاء: الشافعية والحنابلة والظاهرية قالوا: ببطلان تصرفات الفضولي. انظر: الشافعي: **الأم**، ٣/١٥. البهوتي: **كشاف القناع**، ٣/١٥٧. أما المالكية والحنفية وأحمد في رواية فقالوا: إن بطلان تصرفاته موقوفٌ على عدم إجازة صاحب الشأن. انظر: الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٤/٣٤٣. والجزيري: **الفقه على المذاهب الأربعة**، ٢/١٤٨-١٤٩.

(٢) انظر: ابن قدامة: **المغني مع الشرح الكبير**، ٥/١٣١.

(٣) انظر: ابن المنذر: **الإجماع**، ص١٠٣ (مصر: دار الدعوة، د. ط. ت).

مما سبق ذكره نخلص إلى القول: بأن البيع على المكشوف، لا يجوز شرعاً، لأنه تصرف في مال الغير بغير إذنه، ونرى أن التكييف الفقهي له هو التصرف بإذن صاحب المال أي الإقراض بإذنه إما قرضاً حسناً أو إعطاؤه تلك الأوراق ليبيعها مرابحة. فإن أقرض قرضاً حسناً فالربح يكون للمقترض، وإن أعطاه ليبيعها مرابحة، فالربح يكون بينهما بالاتفاق على نسبة معينة.

* * *

المبحث الثالث

العمليات الآجلة (*Derivatives Transactions*) في البورصة، والتكييف الفقهي لها

تعرف العمليات الآجلة بأنها التي تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثمن إلى أجل معلوم يسمى بـ(يوم التصفية) أو يوم التسوية (*Settlement Date*)، يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص، وشروطه، وكيفية التعويض(١).

وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية(٢):

أ - التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من قبل البائع والمشتري.

ب - أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.

---

(١) انظر: هيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٣٤٥، ٣٥٦. وعمر: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٤٩، ٢٦٣، ٣٢٩. ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٠٠-١٠١. وباز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٧٦. وانظر:

Johan & Jordan. *Dictionary of Finance & Investments Terms*. p. 162. Rutherford. *Dictionary of Economics*. p. 180, 185.

(٢) أحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص١٢٨. انظر:

Kolb, Robert W. *Financial Derivatives*, (New York: Institute of Finance, 1993) p. 4.

جـ - تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببدل التأجيل.

وتنقسم العمليات الآجلة إلى أربعة أقسام:

الأول: العمليات الآجلة الباتة (القطعية) (*Forward*)

والثاني: العمليات الآجلة الشرطية (عمليات بيع الامتيازات) أو الاختيارات (*Options*).

والثالث: المستقبليات (*Futures*).

والرابع: عمليات صرف العملات (*Swaps*)[١] .

وفي هذا المبحث نتطرق إلى ماهية العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية فقط وهما: القسم الأول والثاني من أقسام تلك العمليات، وبيان رأي الفقه فيهما، وذلك في مطلبين اثنين إضافة إلى التطرق إلى التعامل بالمؤشر في بورصة الأوراق المالية في مطلب ثالث.

المطلب الأول - العمليات الآجلة الباتة (*Forward Transactions*)

أولاً - معنى وماهية العمليات الآجلة الباتة

تعرف العمليات الآجلة الباتة في الاقتصاد الوضعي بأنها العمليات التي تجري بين طرفين (البائع والمشتري) يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها (سعر الصفقة يوم التعاقد) في يوم محدد في المستقبل يسمى بيوم التسوية (*Settlement Date*)، وفي مكان معين[٢] .

---

(١) The Reuters Finanace Training series. *An Introduction to Derivatives.* (Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, 1999) p. 11.

(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٧٦. وانظر:
The Reuters Finance Training series. *An Introduction to Derivatives.* p. 35. Kolb. *Financial Derivatives.* p. 2. Jarrow, Robert & Turnbull, Stuart. *Derivative Securities,* 1st ed (New York: ITP Company, 1995) p. 4.

تتميز العمليات الآجلة الباتة بما يلي:

أ - عمليات يكون التعامل فيها بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل مضروب متفق عليه.

ب - عمليات تتحدد فيها في يوم التعاقد الأمور الآتية: سعر الصفقة، مقدار ونوعية الصفقة، ومكان وتأريخ التسليم.

جـ - يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المضروب.

د - عُقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد(١).

والغرض الأساسي من هذه العلميات الحصول على ربح يمثل الفرق بين سعري يوم التعاقد ويوم التصفية، يأخذه البائع عند ارتفاع الأسعار، والمشتري عند هبوطها. فهي عمليات تؤدي بلا شك إلى خسارة أحد الطرفين، إلا إذا كان سعر الأوراق المالية معادلاً لسعر البيع نفسه. ويعتبر المشتري في هذه العمليات مضارباً على الصعود، لأنه يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير، وأما البائع فيعتبر مضارباً على النزول، حيث إنه يتوقع نزول الأسعار فإذا صح توقعه يشتري ما سبق أن باعه من قبل ويحصل على فارق السعر.

ولبيان ماهية هذه العمليات نضرب المثال الآتي:

يفترض أن بائعاً لأسهم شركة (*ABC*) ومشترياً لها تعاقدا على (١٠٠) سهم وبسعر (٥٠$) بتأريخ (١٠ شباط) على تسليمها في موعد التصفية بتأريخ (٢٥ شباط). فما وضعية كل من المشتري والبائع في حالتي نزول الأسعار وارتفاعها؟

١ - في حالة نزول الأسعار إلى (٤٠$) للسهم الواحد.

---

(١) The Reuters Finance Training series, *An Introduction to Derivatives,* p: 35. Kolb, *Financial Derivatives,* p: 4. Chance, Don M. *An Introduction to Options & Futures.* (New York: Drydan press, Inc, 1989) p. 2.

٢ - في حالة ارتفاع السعر إلى (٦٠$) للسهم الواحد.

٣ - ففي حالة نزول السعر إلى (٤٠$) للسهم الواحد، سيربح البائع الذي يعتبر مضارباً على الهبوط، بفارق سعري التعاقد والتصفية.

(البائع) ربح (١٠٠× ٥٠)-(١٠٠ × ٤٠)=(٥٠٠٠ - ٤٠٠٠)= ١٠٠٠$

وأما المشتري الذي يعتبر مضارباً على الصعود، فلم تصح توقعاته، فأمامه أحد الخيارات الثلاثة الآتية:

١ - الاستلام الفعلي للأسهم وتسليم ثمنها في يوم التصفية أي (٥٠٠٠$)، هذا إذا كان له رغبة في تملك المعقود عليه كأحد أشكال الاستثمار طويل الأجل. ويخسر (١٠٠٠$).

٢ - تصفية مركزه بأن يبيع نقداً ما اشتراه آجلاً، ويتحمل دفع الفرق بين سعري التعاقد والتصفية والذي تبلغ جملته (١٠٠٠$)، وغالباً لا يقدم على هذه التصفية إلا عندما تكون فروق الأسعار طفيفة، أو إذا تبين له أن الأسعار سوف تهبط أكثر.

٣ - تأجيل مركزه إلى التصفية القادمة: وذلك عندما يتوقع تحسن السعر لصالحه بما يعوضه عن خسارته، يصدر أمراً إلى سمساره بتأجيل مركزه في مقابل مبلغ يدفعه للبائع يسمى بدل التأجيل، ويجري الاتفاق عليه حسب الظروف، فإذا وافق البائع انتقلت العملية إلى التصفية القادمة، وإذا رفض البائع، يبحث السمسار عن ممول ليحل محل المشتري إلى موعد التصفية القادمة، مقابل حصوله على بدل التأجيل (Report). نفترض أن التصفية القادمة ستكون في (٥ آذار) وبدل التأجيل (5٪) وقد ارتفع السعر إلى (٦٠$) للسهم الواحد فيكون حالته كما في الجدول الآتي:

تأريخ التعاقد	تأريخ التصفية	عدد الأسهم	السعر	الشراء (دفع)	البيع (قبض)	التفاصيل
٥ شباط	٢٥ شباط	١٠٠	$ ٥٠	$ ٥٠٠٠		المبلغ المتعاقد عليه
	= =	=	$ ٤٠		$ ٤٠٠٠	بيع للناقل بسعر التصفية
	= =	=	$ ٤٠	$ ٤٠٠٠		شراء إلى التصفية القادمة
			٪ ٥٠	$ ٢٠٠		بدل التأجيل
٢٥ شباط	٥ آذار	$ ٦٠			$ ٦٠٠٠	بيع بعد تحسن مركزه
				$٩٢٠٠	$١٠٠٠٠	
				ربح	$ ٨٠٠	

مما تقدم يتبين أن المشتري (المضارب على الصعود) استطاع أن يحول خسارته (١٠٠٠$) إلى ربح قدره (٨٠٠$) بعد نقل مركزه إلى التصفية القادمة، ودفع بدل التأجيل[١] .

وفي حالة ارتفاع السعر إلى (٦٠$) للسهم الواحد، سيربح المشتري (المضارب على الصعود) بمبلغ يمثل الفرق بين سعري التعاقد والتصفية. وأما البائع (المضارب على الهبوط) فإنّ توقعاته لم تصح، فأمامه خيارات وهي:

١ - تسليم الأسهم إلى المشتري واستلام ثمنها منه.

٢ - تصفية مركزه وذلك بأن يشتري نقداً ما باعه آجلاً، فتكون خسارته الفرق بين السعرين.

---

(١) **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ٥، ١/٣٩٧. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٥.

٣ - تأجيل مركزه إلى التصفية القادمة، فالبائع كالمشتري إذا توقع تحسن مركزه في التصفية القادمة بنزول السعر، يطلب من سمساره تأجيل مركزه بدفع تأجيل إلى المشتري، وإذا رفض المشتري، فإن السمسار يبحث له عن ممول ليحل محل البائع مقابل بدل تأجيل، فيبيع الأسهم بسعر التصفية الأولى، ثم يشتري منه البائع تلك الأسهم بسعر التعاقد (التصفية الأولى) إلى التصفية القادمة. فنفترض أن موعد التصفية القادمة (٥ آذار) وبدل التأجيل (٥ ٪)، والسعر نزل إلى (٤٠ $). فتكون حالته كما في الجدول الآتي:

تاريخ التعاقد	تاريخ التصفية	عدد الأسهم	السعر	البيع (قبض)	الشراء (دفع)	التفاصيل
٥ شباط	٢٥ شباط	١٠٠	٥٠	٥٠٠٠ $		المبلغ المتعاقد عليه
	=	=	٦٠		٦٠٠٠ $	شراء بسعر التصفية من الناقل
	=	–	٥٠ ٪		٣٠٠	بدل التأجيل
٢٥ شباط	٥ آذار	١٠٠	٤٠	٤٠٠٠		بيع في يوم التصفية الثانية
				٩٠٠٠ $	٩٠٠٠ $	
				ربح	٠	

مما تقدم تبين أنه استطاع أن ينزل البائع خسارته البالغ (١٠٠٠ $) إلى صفر، وذلك بنقل مركزه إلى التصفية القادمة، ودفع بدل التأجيل[1].

(١) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٦ بتصرف. وسليمان: رأي التشريع في مسائل البورصة، **الموسوعة =العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ٥، ١/٣٩٦.

ثانياً - التكييف الفقهي للعمليات الآجلة الباتة في البورصة

بعد استعراض معنى العمليات الآجلة الباتة وماهيتها في بورصة الأوراق المالية، تبين أنها تتضمن مسألة أساسية وهي تأجيل البدلين أثناء العقد، ومسائل أخرى متعلقة بصور التصفية كمسألة البيع قبل القبض وبدل التأجيل.

نستعرض فيما يلي رأي الفقه في هذه المسائل التي تشملها العمليات الآجلة، وذلك بذكر آراء المعاصرين، وما قدمه كل منهم من أدلة شرعية تؤيد رأيه، ثم مقابلة هذه الآراء بعضها ببعض لنخرج بما نراه مرجحاً بإذن الله تعالى.

١ - آراء المانعين

يذهب الدكتور علي القره داغي إلى عدم صحة هذه العمليات، لأن فيها تأجيل البدلين، والعقود لا تصح إلا أن يتم فيها تسليم أحد البدلين. وكذلك إعطاء الحق للعاقدين تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر وفي صلب العقد، يجعل المدة مجهولة غير محددة فيدخل فيها الجهالة والغرر المنهي عنه في الحديث الصحيح: «نهى رسول الله ﷺ عن الغرر»[١]. وتقترب هذه العمليات أيضاً من شبهة القمار، لأن فيها إضراراً بأحد الطرفين في الغالب. إضافة إلى خيار التنازل وما يترتب عليه، حيث يعطي للمشتري حق المطالبة بالتعجيل[٢].

وقد ذهب الدكتور أحمد يوسف سليمان إلى عدم صحة هذه العمليات لأن فيها الربا، ففي دفع بدل التأجيل رباً ظاهر، لأنه هناك بيع دين حال بثمن مؤجل مع الزيادة، ولا فرق بينه وبين قول المدين للدائن عند حلول الأجل:

---

(١) ابن حنبل، أحمد: **مسند الإمام أحمد بن حنبل**، ٣٠٢/١ (بيروت: دار الكتب العلمية، ط٣، ١٣٩٨هـ، ١٩٧٨م)، والنيسابوري، مسلم بن حجاج: **صحيح مسلم**، تحقيق: محمد فؤاد عبدالباقي، ١١٥٣/٣ (القاهرة: دار الحديث، ط١، ١٤١٢هـ، ١٩٩١م). والعسقلاني، ابن حجر: **تلخيص الحبير في تخريج أحاديث الرافعي الكبير**، ٦/٣ (بيروت: دار المعرفة، د. ط. ت).

(٢) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٥٤/١-١٥٥.

(سدد وإلا فأرب)[١] . وينحو الدكتور علي عبدالقادر أيضاً المنحى نفسه في عدم جواز هذه العمليات، لأن فيها بدل التأجيل الذي فيه الربا[٢] .

وأما الدكتور أحمد محيي الدين فقد ذهب إلى القول بجواز هذه العمليات في السلع للحاجة التي تنزل منزلة الضرورة، وعدم جوازها في الأوراق المالية لعدم الحاجة، وللمضاربة على فروق الأسعار[٣] . ويرى الدكتور الضرير عدم جوازها لنفس الأسباب[٤] .

وذهب الدكتور أحمد بن يوسف الدريوش أيضاً إلى عدم جواز هذه العمليات لما فيها من أكل المال بالباطل عن طريق المقامرة والمخاطرة، إضافة إلى ما فيها من بيع الإنسان ما لا يملك، وبيع دين بدين زائداً، وهو الربا المنهي عنه[٥] . ويذهب الدكتور محمد عبد الحليم عمر إلى عدم جوازها لأن فيها تأجيل البدلين. وينحو الدكتور عبدالرحمن زكي نفس المنحى[٦] .

ويضيف سمير رضوان سبباً آخر لعدم جواز هذه العمليات بالإضافة إلى الأسباب التي ذكرت، وهو أنها من العقود المضافة إلى أجل، التي لا تفيد التمليك في الحال، وصيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى، فلا تدل على العقد فلا تنعقد بها،

---

(١) سليمان: رأي التشريع في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ٥، ٤٢٥/١.

(٢) عبدالقادر، علي: تعقيب على رأي التشريع في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ٥، ٤٤١/١.

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٣٠-٤٣١. وأحمد: **عمل شركات الاستثمار**، ص٢٨٦.

(٤) الضرير، الصديق محمد الأمين: **الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي**، ص٦١٩ (جدة: مجموعة دلة البركة، ط٢، ١٤١٦هـ، ١٩٩٥م).

(٥) الدريوش: **أحكام السوق في الإسلام**، ص٥٨٤.

(٦) انظر: عمر، محمد عبد الحليم: **الإطار الشرعي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر**، ص٤٦-٤٧ (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، ط١، ١٤١٢هـ، ١٩٩١م). وإبراهيم: **معالم الاقتصاد الإسلامي**، ص١٤٥.

ولأن عقد البيع من العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال، لذلك فإنه لا ينعقد بصيغة مضافة إلى أجل[١] .

وقد قرر مجلس المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة في قراره المتعلق بأسواق الأوراق المالية: أن العقود الآجلة بأنواعها...التي تجري في السوق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً، لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك[٢] .

١- آراء المجيزين

وفي الطرف الآخر يرى البعض[٣] صحة هذه العمليات ما دامت الأوراق المالية يجوز التعامل فيها، ويملك البائع الثمن، ويكون ملك المشتري للبيع بمجرد عقد البيع الصحيح ولا يتوقف على التقابض، وإن كان للتقابض أثره في الضمان. وقد استدل هؤلاء لصحة هذه العمليات بما يلي:

أ - إجازة المالكية والحنابلة لاشتراط تأجيل الحق إلى مدة، مستدلين بحديث جابر: ((أنه كان يسير على جمل قد أعيا، فمر النبي ﷺ فضربه فسار سيراً ليس يسير مثله. ثم قال: بعنيه بأوقية، فبعته، فاستثنيت حملانه إلى أهلي، فلما قدمنا أتيته بالجمل ونقدني ثمنه، ثم انصرفت، فأرسل على أثري، قال: ما كنت لآخذ جملك، فخذ جملك ودراهمك فهو لك))[٤] .

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٣٨-٣٣٩.

(٢) **قرارات المجمع الفقهي الإسلامي**، من دورته الأولى، (١٣٨٩هـ) حتى الدورة الثامنة (١٤٠٥هـ)، ص١٢٣. وقد ذهب إلى عدم جواز العمليات الآجلة بصورة عامة هيئة كبار العلماء بالسعودية، انظر: من صور البورصة، **مجلة البحوث الإسلامية**، الرياض، العدد ٤٨، ص١٠٥، ١٤١٧هـ.

(٣) من هؤلاء: الدكتور محمد عبد الغفار والدكتور الشريف، انظر: القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٥٣. وهارون: **أحكام الأسهم والسندات**، ص٢٧٧.

(٤) العسقلاني، ابن حجر: **فتح الباري شرح صحيح البخاري**، باب إذا اشترط البائع ظهر دابة إلى مكان مسمى جاز، حديث: ٢٧١٨، ٥/٣١٤. والنووي: **صحيح مسلم بشرح النووي**، باب بيع البعير واستثناء ركوبه، ١١/٣٠-٣١ (بيروت: دار إحياء التراث العربي، ط٣، ١٤٠٤هـ، ١٩٨٤م).

ب - هذه الأوراق عبارة عن ديون لا تتعين بالتعيين، ولكن تحدد بالجنس والنوع كالأسهم من الشركة الفلانية.

وقد رد الدكتور علي القره داغي عليهم بأن: ((المالكية والحنابلة لم يقولوا باشتراط تأجيل الثمن والمثمن معاً، فالمالكية صرحوا بأنه لا يجوز بيع الدين إلا إذا كان الثمن نقداً، وأجازوا تأخير رأس مال السلم إلى ثلاثة أيام فقط[١] . وأما الحنابلة فقد اشترطوا قبض الثمن في المجلس[٢] . وكذلك عدم التسليم بأن هذه الأوراق من الديون التي لا تتعين بالتعيين، وإنما التحقيق أنها معتبرة بما تمثله من أصول الشركة فهي حصص مشاعة من موجودات الشركة ومعتبرة بها ديناً وعيناً))[٣] .

بعد سردنا لآراء المانعين والمجيزين حول هذه العمليات، نرى أن الحكم عليها بالجواز وعدم الجواز يحتاج إلى النظر إلى كل جزئية من جزيئات هذه العمليات، لإبقاء الجائز وإخراج غير الجائز منها والبحث عن بديل له، وبذلك ليستكمل التكييف الفقهي لهذه العمليات. نستعرض فيما يلي المسائل التي تتضمنها هذه العمليات.

أولاً - مسألة تأجيل البدلين

فقبل كل شيء هناك فرق بين البيع الآجل وبيع السلم في الفقه الإسلامي، وبين العمليات الآجلة الباتة في البورصة. فالبيع الآجل[٤] هو البيع الذي يكون

(١) ابن رشد: **بداية المجتهد**، ٢/٣٣٠.

(٢) ابن قدامة: **المغني مع الشرح الكبير**، ٣/١٣٤.

(٣) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/١٥٤.

(٤) قالت الحنفية والشافعية وزيد بن علي والمؤيد بالله والجمهور بأن بيع الآجل (بيع العين بالدين) يجوز لعموم الأدلة القاضية بجوازه. انظر: الشوكاني: **نيل الأوطار**، ٥/٢٥٠. ويقول ابن الهمام إن البيع باعتبار المبيع أربعة أنواع: ((بيع السلع بثمنها ويسمى مقايضة، وبيعها بالدين أعني الثمن- البيع الآجل، وبيع الثمن بالثمن كبيع النقدين ويسمى الصرف، وبيع الدين بالعين ويسمى سلماً)) انظر: ابن الهمام: **فتح القدير**، ٦/٢٤٧-٢٤٨.

الثمن فيه مؤجلاً والمبيع موجوداً وقت العقد. وبيع السلم هو بيع آجل بعاجل. وأما العمليات الآجلة فهي التي يؤجل فيها الثمن والمثمن كليهما، فهل يجوز تأجيل البدلين في الفقه الإسلامي؟

فمن المعروف أن الأصل في البيع أن يكون البدلان مقبوضين حالاً أو أحدهما مقبوضاً، والآخر مؤجلاً في صورة عقد سلم أو نسيئة. أما تأجيل البدلين، فإنه خروج عن مقتضى الأصل. وقد أجاز الفقهاء تأجيل البدلين في حالات، نذكر منها ما يلي:

١ - يجوز تأجيل الثمن في بيع السلم عند المالكية بثلاثة أيام، ولو بالشرط لأنه ليس مبنياً على تجويز بيع الدين المؤخر بالدين المؤخر بل هو مبني على القاعدة الفقهية الكلية: «ما قارب الشيء يعطي حكمه» حيث اعتبروا هذا التأخير اليسير معفواً عنه، لأنه في حكم التعجيل[١] ، حيث تم تأجيل البدلين إلى أجلين مختلفين.

٢ - ذهب ابن تيمية وتلميذه ابن القيم إلى القول بجواز بيع الدين لغير من عليه الدين بثمن مؤجل مستندين إلى قياسه على الحوالة[٢] فإن فيها بيع دين بدين على شخص آخر، وقد ورد الشرع بجوازها، وبأن في هذا مصلحة للعاقدين، فقد يكون صاحب الدين في حاجة إلى سلعة من السلع ولا يجد ما يشتري به سوى هذا الدين، وربما لا تكون هذه السلعة موجودة عند المدين،

---

(١) الإمام مالك: **المدونة الكبرى**، ٣/١٤١-١٤٣. وابن رشد: **بداية المجتهد**، ٢/٢٣٤. والدسوقي: **حاشية الدسوقي**، ٣/١٧٦.

(٢) الحوالة: هي تسوية الدين الذي على المحيل للمحال عليه. وقد اشترط الفقهاء للحوالة الشروط الآتية: أن يكون الدينان معلومين، أن يكونا مستقرين، تماثل الحقين في الجنس والصفة، تساوي الدينين في الحلول والتأجيل فلا تصح إذا كان أحدهما حالاً والآخر مؤجلاً وتصح إذا كان الأجلان متفقين. وقد اشترط ابن قدامة وجود التزامين سابقين: دين للمحال على المحيل، ودين للمحيل على المحال عليه، لأن الحوالة عنده هي بيع دين بدين، إذ المحيل يشتري ما في ذمته للمحال بما له عند المحال عليه. انظر: الدسوقي: **حاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، ٣/٢٩٦-٣٩٧. وابن قدامة: **المغني والشرح الكبير**، ٥/٥٤-٥٧.

وليس هناك ضرر يلحق بالمدين إذ هو مطالب بإيفاء الدين سواء للدائن الأصلي، أو لمن يحل محله، وليس هناك مانع شرعي يمنع من ذلك فيكون جائزاً[١] . ويقول ابن تيمية في مجموع الفتاوى: «وهذا حجة من منع بيع الدين ممن ليس عليه. قال: لأنه غرر ليس بمقبوض. ومن جوزه قال: بيعه كالحوالة عليه، وكبيع المودع والمعار فإنه مقبوض حكماً، ولهذا جوزنا بيع الثمار...وعند مالك يجوز بيعه ممن ليس هو عليه، وهو رواية عن أحمد، مع أن الدين ليس مضموناً على المالك»[٢] .

٣ - وقد أجاز بعض المعاصرين تأجيل البدلين مستدلين بحديث جابر رضي الله عنه، قال: (أنه كان يسير على جمل له قد أعيا، فأراد أن يسيبه، قال: ولحقني رسول الله ﷺ فدعا لي وضربه، فسار سيراً لم يسر مثله، فقال: بعنيه، فبعته، واستثنيت حملانه إلى أهلي، فلما بلغت أتيته بالجمل فنقدني ثمنه، ثم رجعت، فأرسل في أثري، فقال: أتراني ماكستك لأخذ جملك؟ خذ جملك ودراهمك فهو لك)[٣] .

ولكن الفقهاء اختلفوا في صورة البيع في هذا الحديث، فيما يلي نورد أقوال الفقهاء حسب ما ورد في فتح الباري وبداية المجتهد:

أ - يرى الشافعية والحنفية وآخرون: أن البيع فاسد، فقالوا بعدم جواز الاستثناء في البيع واحتجوا بحديث النهي عن بيع شرط وحديث النهي عن بيع الثنيا[٤] . وأجابوا عن حديث جابر بأنه قصة تطرق إليها الاحتمالات، لأن في

(١) انظر: ابن القيم، شمس الدين محمد بن أبي بكر: **إعلام الموقعين عن رب العالمين**، ٩٠/٢ (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

(٢) ابن تيمية: **مجموع الفتاوى**، ٤٠١/٢٩-٤٠٣.

(٣) تقدم تخريجه.

(٤) الثنيا: الاستثناء. انظر: ابن رشد: **بداية المجتهد**، ١٣٢/٢. والشافعي، محمد بن إدريس: **الأم**، ٥٢/٣-٥٣ تخريج الأحاديث: محمود مطرجي، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

بعض رواياته أنه باعه واشترط ظهره إلى المدينة، وفي بعضها أنه أعاره ظهره إلى المدينة. ومنهم من قال أن شرط الحملان لم يقع في عقد البيع، بل كان ركوب جابر إباحة من رسول الله [١] .

ب – البيع لم يكن على الحقيقة، وهو قول الطحاوي نقله ابن حجر في الفتح حيث يقول: «وقد جنح الطحاوي إلى تصحيح الاشتراط، لكن تأوله بأن البيع المذكور لم يكن على الحقيقة لقوله في آخره (أتراني ماكستك..إلخ) قال: فإنه يشعر بأن القول المتقدم لم يكن على التبايع حقيقة»[٢] . وينقل ابن حجر كلام القرطبي في رده على الطحاوي حيث يقول: «ورده القرطبي بأنه دعوى مجردة، وتغيير وتحريف لا تأويل، وكيف يصنع قائله في قوله: (بعته منك بأوقية) بعد المساومة؟ وقوله: (قد أخذته) وغير ذلك من الألفاظ المنصوصة في ذلك؟»[٣] .

وقد ذهب ابن حزم إلى أن البيع لم يتم لأن البائع بعد عقد البيع مخير قبل التفرق، فلما قال في آخره (أتراني ماكستك) دل على أنه أختار ترك الأخذ[٤] . وقد رد ابن حجر عليه بعد إيراد قوله السابق بأنه لا يخفى ما في هذا التأويل من التكلف[٥] .

جـ – أجاز الإمام مالك البيع في الحديث إذا كانت مسافة السفر قريبة، يقول ابن رشد: «ومالك رأى هذا من باب الغرر اليسير، فأجازه في المدة القليلة، ولم يجزه في المدة الكثيرة»[٦] . وذهب ابن شبرمة إلى «جواز البيع

---

(١) العسقلاني: **فتح الباري**، ٥/٣١٤.

(٢) المرجع السابق، ٥/٣١٨-٣١٩.

(٣) المرجع السابق، ٥/٣١٨-٣١٩.

(٤) ابن حزم: **المحلى**، ٨/٤١٨-٤١٩.

(٥) العسقلاني: **فتح الباري**، ٥/٣١٩.

(٦) ابن رشد: **بداية المجتهد**، ٢/٢٦٤.

والشرط أخذاً بحديث جابر، وقال ابن أبي ليلى بأن البيع جائز والشرط باطل. وأما الإمام أحمد فيقول: إن البيع جائز مع شرط واحد فقط[1] .

د – رأي ابن حجر في حديث جابر: يقول ابن حجر بعد إيراده للحديث برواياته المختلفة: «وإنما تحصل من مجموع الروايات أنه باعه البعير بثمن معلوم بينهما، وزاده عند الوفاء زيادة معلومة، ولا يضر عدم العلم بتحقيق ذلك...وفي الحديث جواز المساومة لمن يعرض سلعته للبيع، والمماكسة في البيع قبل استقرار العقد،... وأن القبض ليس شرطاً في صحة البيع،... وفيه جواز الزيادة في الثمن عند الأداء وهي هبة مستأنفة، حتى لو ردت السلعة بعيب لم يجب ردها»[2] . يتبين أن ابن حجر يثبت البيع ثم الهبة.

بعد عرضنا لأقوال الفقهاء حول صورة البيع في حديث جابر، نخلص إلى القول بأن البيع قد وقع حقيقة، وأن صورته ليس بيع نسيئة، وإنما هي بيع أجل فيه الثمن، وأما المبيع (الجمل) فقد أجل، ولكن كان معيناً بذاته، وإن لم يقبضه المشتري وقت العقد. وأما الهبة فقد صدر منه ﷺ بعد أن تم البيع وتم التسليم والتسلم الفعلي للثمن والمثمن، وإن كانت النية أن يهديه له، لأنه كيف يهب شيئاً ليس في ملكه، لذا لابد من حصول البيع أولاً ليحق له الهبة بعد ذلك.

وقد استدل الشيخ مصطفى الزرقا بحديث جابر في معرض جوابه عن سؤال حول البورصات العالمية: «بأن بيع البضاعة غير الحاضرة والمؤجلة التسليم بثمن مؤجل كله أو بعضه هل يعتبر من قبيل بيع السلم الذي يجب فيه تعجيل الثمن كله أم لا؟ فيقول: إن بيع بضاعة مؤجلة التسليم ليس دائماً من قبيل السلم الذي يكون فيه المبيع غير معين بالذات، بل معين بالنوع فقط، وملتزم في الذمة التزام الديون، فقد تكون البضاعة معينة بالذات ومؤجلة التسليم، ولو كانت غير حاضرة وقت العقد، وذلك كما لو باع أحد بثمن أو قسط مالاً معيناً

---

(١) المرجع السابق، ٢٦٢/٢.

(٢) العسقلاني: **فتح الباري**، ٣٢١/٥-٣٢٢.

بدايته (كسيارته أو بيته مثلاً) مؤجل التسليم إلى أجل معلوم. فهذا ليس سلماً لأن المبيع فيه معين بذاته غير ملتزم في الذمة التزام ديون، وفي هذه الحالة يجوز تأجيل الثمن كلاً أو بعضاً إلى حين تسليم المبيع، إلى أجل آخر أقرب أو أبعد...نعم لو فرض أن المبيع تعين بالنوع فقط لا بالذات (كمقدار من السكر أو النحاس مثلاً) فإنه حينئذٍ والجواب فيه كما جاء في الفتوى الأولى - أي عدم الجواز -))[١] .

بعد عرضنا لأقوال الفقهاء حول تأجيل البدلين والشروط التي ذكروها، وآرائهم حول حديث جابر ننتهي إلى القول بأن تأجيل تسليم الأسهم وثمنها بعد انعقاد بيعها في صورة العلميات الآجلة الباتة تكون جائزة.

ثانياً - مسألة بيع الشيء قبل قبضه في الصورة الثانية للتصفية في العمليات الآجلة الباتة

وأما الصورة الثانية للتصفية في هذه العمليات الآجلة هي البيع قبل حلول الأجل، فتندرج تحت بيع الشيء قبل قبضه وبيع ما لا يملك، حيث ورد عن أبي هريرة رضي الله عنه قال: ((نهى رسول الله ﷺ أن يشتري الطعام ثم يباع حتى يستوفى)). ولمسلم أن النبي ﷺ قال: ((من اشترى طعاماً فلا يبعه حتى يكتاله))[٢] . وعن حكيم بن حزام قال: قلت يا رسول الله إني اشتريت بيوعاً فما يحل لي منها وما يحرم عليّ؟ قال: ((إذا اشتريت شيئاً فلا تبعه حتى تقبضه))[٣] .

وأيضاً عن حكيم بن حزام قال: ((قلت يا رسول الله يأتيني الرجل يسألني

(١) انظر: بيت التمويل الكويتي، **الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية (١٩٧٩-١٩٨٩م)**، ٥١٧/٢-٥١٨ (الكويت: بيت التمويل الكويتي، د. ط. ت).

(٢) رواه أحمد ومسلم، الشوكاني: **نيل الأوطار**، ٢٥٦/٥.

(٣) رواه أحمد والطبراني في الكبير، قال الشوكاني: في إسناده العلاء بن خالد الواسطي وهو ثقة عند ابن حبان، وضعفه موسى بن إسماعيل، انظر: **نيل الأوطار**، ٢٥٦/٥.

من البيع ما ليس عندي، فأبيعه منه، ثم أبتاعه من السوق))، فقال: ((لا تبع ما ليس عندك))[١] .

وعن ابن عمر رضي الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ: ((لا يحل سلف وبيع، ولا شرطان في بيع، ولا ربح ما لم يضمن، ولا بيع ما ليس عندك))[٢] . قال الترمذي: حديث حسن صحيح.

وقد اتفق الفقهاء على أن بيع الإنسان ما لا يملك لا يجوز، ولكنهم اختلفوا في علة هذا النهي، فعند الجمهور هي العدم (المبيع معدوم أثناء العقد) وعند الحنابلة الغرر[٣] . ويعلق ابن القيم على حديث حكيم بن حزام وحديث ابن عمر رضي الله عنهما حيث يقول: ((وأن هذا المنهي عنه في حديث حكيم وابن عمر رضي الله عنهما، لا يلزم أن يكون معدوماً، وإن كان، فهو معدوم خاص، فهو كبيع الحَبَلة. وهو معدوم يتضمن غرراً وتردداً في حصوله))[٤] . ويقول: ((إن المعدوم ينقسم إلى ثلاثة أقسام:

معدوم موصوف في الذمة، فهذا يجوز بيعه اتفاقاً،

---

(١) أخرجه الترمذي، ٥٢٧/٣، النسائي، ٢٨٩/٧، وابن ماجة، ٧٣٧/٢، وأبو داود، ٢٨٣/٣. ونقل الشوكاني عن البغوي أنه قال: ((في هذا الحديث نهي عن بيع الأعيان التي لا يملكها، أما بيع شيء موصوف في ذمته فيجوز فيه السلم بشروط، فلو باع شيئاً موصوفاً في ذمته، عام الوجود عند المحل المشروط في المبيع جاز، وإن لم يكن المبيع موجوداً في ملكه حال العقد كالسلم، وظاهر النهي تحريم ما لم يكن في ملك الإنسان ولا داخل تحت مقدرته، وقد استثنى من ذلك السلم، فتكون أدلة جوازه مخصصة لهذا العموم، وكذلك إذا كان البيع في ذمة المشتري إذ هو كالحاضر المقبوض)). الشوكاني: **نيل الأوطار**، ٧٠٩/٥.

(٢) النسائي: **سنن النسائي**، (بيروت: دار البشائر الإسلامية، ٢٠٨٨/٧، ط٣، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م).

(٣) انظر: السرخسي: **المبسوط**، ١٩٤/١٢. والشربيني: **مغني المحتاج**، ٣٠/٢، واشترطت المالكية وجود المبيع وقت العقد. انظر: ابن جزي: **القوانين الفقهية**، ص٣٦٧، أما الحنفية فاكتفوا بمنع المشتمل على الغرر، وأجازوا فيما عدا ذلك من بيع المعدوم عند العقد إذا كان محقق الوجود في المستقبل بحسب العادة، كبيع الدار على الهيكل أو الخريطة، انظر: ابن قدامة: **المغني**، ٢٠٠/٤-٢٠٨.

(٤) ابن القيم: **زاد المعاد**، ٧٠٩/٥.

ومعدوم تبع للموجود كبيع الثمار بعد بدو صلاحها، ومعدوم لا يدرى يحصل أم لا، ولا ثقة لبائعه بحصول، فهذا الذي منع الشارع بيعه لا لكونه معدوماً بل لكونه غرراً، ومنه صورة النهي التي تضمنها حديث حكيم وابن عمر رضي الله عنهما، فإن البائع إذا باع ما ليس في ملكه، ولا قدرة له على تسليمه، ليذهب ويحصله، ويسلمه إلى المشتري، كان ذلك شبيهاً بالقمار والمخاطرة من غير حاجة بهما إلى العقد ولا تتوقف مصلحتهما عليه»[١] .

إذن فعلة النهي عن البيع في الحديثين ليس عدم وجود موضوع العقد أثناء العقد، وإلا لم يجز عقود الاستصناع والإجارة والمزارعة ونحوها، فإن موضوع العقد فيها جميعاً معدوم وقت التعاقد، وإنما العلة هي الغرر لعدم القدرة على التسليم حين الطلب، وهو هنا وقت العقد، فإذا انتفت العلة في موضع آخر لم يوجد الحكم طبقاً للقاعدة الأصولية: الحكم يدور مع العلة وجوداً وعدماً.

ومما يلاحظ في صدر حديث حكيم: أن المشتري كان يريد تسلم ما اشتراه حين العقد فنهاه الرسول ﷺ عن بيع ما ليس عنده، ثم يذهب لشرائه وتسليمه للمشتري، فيخاف ألا يجده في السوق، فيتعذر عليه التسليم فيكون فيه الغرر والنزاع، حيث كانت السوق في عهد الرسول ﷺ من البساطة والصغر بحيث لم يأمن أن يجد البائع من المبيع ما باعه سلفاً لغيره.

ومما يلاحظ أيضاً من نص الحديث، أن المشتري كان يريد الشراء والتسليم الفوري وبذلك خيف أن لا يجد البائع الوقت الكافي لشراء ما طلب منه، ثم تسليمه في الأجل المحدد.

وأما بيع الشيء قبل قبضه، فقد اتفق الفقهاء من حيث المبدأ على عدم جواز بيع الشيء قبل قبضه من مالك آخر، ولكنهم اختلفوا في مدى عموم الحكم

(١) المرجع السابق، ٥/٨٠٨-٨١٠.

وإطلاقه وتقييده لاختلاف روايات الأحاديث المانعة منه، أو سبب تأويل معنى الحديث أو للعمل بظاهره، نورد فيما يلي أقوال الفقهاء في بيع ما لم يقبض:

١- الحنفية: قالوا بجواز بيع غير المنقول قبل القبض كالعقار، وعدم جواز المنقول[١].

والعلة عندهم الغرر وهو خشية هلاك المبيع فينفسخ البيع، يقول الموصلي: «فكل ما ينفسخ العقد بهلاكه كبدل الصلح والإجارة لا يجوز بيعه قبل قبضه، وما لا ينفسخ العقد بهلاكه يجوز التصرف فيه قبل القبض كالمهر والصلح عن دم لأنه لا غرر فيه»[٢].

٢ - الشافعية: قالوا بعدم جواز بيع المبيع قبل القبض مطلقاً، والعلة عندهم الغرر[٣].

٣ - المالكية: يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أم غير منقول، وقصروا المنع على بيع الطعام قبل قبضه، وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ما سواه، ولأنه قد يتخذ ذريعة إلى ربا النسيئة فيحرم سداً للذرائع. وأجازوه في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري، فهو في حكم المقبوض[٤].

٤ - الحنابلة: لا يجوز بيع الشيء قبل قبضه إذا كان من المقدرات (أي مما يكال أو يوزن أو يعد) وذلك لسهولة القبض، ولأن المقدرات لا تخرج من ضمان البائع إلى ضمان المشتري إلا بالكيل أو الوزن أو العد[٥].

---

(١) انظر: الكاساني: **بدائع الصنائع**، ٣٩٤/٤، ٣٩٦.

(٢) الموصلي، ابن مودود: **الاختيار لتعليل المختار**، ٨/٢ (القاهرة: مكتبة مصطفى البابي الحلبي، ط٢، ١٩٥١م).

(٣) الشربيني: **مغني المحتاج**، ٦٨/٢.

(٤) انظر: ابن رشد: **بداية المجتهد**، ١٤٢/٢.

(٥) ابن قدامة: **المغني مع الشرح الكبير**، ٣٤١/٤ وما بعدها.

٥ - الظاهرية: يجوز بيع الشيء قبل قبضه إلا القمح خاصة، لأن الطعام عندهم لا يكون إلا في القمح، عملاً بظاهر النهي في الحديث، ومعنى القبض: أن يطلق البائع يد المشتري في المبيع، بألاّ يحول بينه وبينه[١] .

وقد ذهبت هيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني إلى الاستناد على قول المالكية في جواز بيع المبيع قبل قبضه إن لم يكن طعاماً[٢] ، وكذلك بيت التمويل الكويتي[٣] .

بعد استعراضنا لأقوال الفقهاء في بيع ما لم يقبض، نرجح ما ذهبت إليه هيئة الرقابة الشرعية بالبنك الإسلامي السوداني من ترجيح قول المالكية، وذلك لأن أغلب الأحاديث الواردة في النهي عن بيع ما لم يقبض جاءت في الطعام، أما التي جاءت بألفاظ أخرى (السلع) و(شيئاً) فهي حديث حكيم بن حزام الذي مر ذكره، وحديث زيد بن ثابت: «أن النبي ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تبتاع، حتى يحوزها التجار إلى رحالهم»[٤] . ففي إسنادهما مقال[٥] . وإن سلمنا بصحة حديث زيد، فإن في الحديث النهي عن بيع ما لا يملك، وذلك من لفظ (حتى تبتاع)، وذكر فيه أيضاً (الحيازة) وهو مختلف عن القبض، حيث إن القبض كما يكون بأخذ الشيء باليد، فإنه يحصل بوسائل أخرى حسب طبيعة الشيء والعرف، أي فالعرف التجاري في زمن الرسول ﷺ كان لابد أن يحوز التجار السلع إلى رحالهم، أما الآن فإن للقبض العرفي صور أخرى منها الشحن

(١) ابن حزم: **المحلى**، ٢٩٢/٩.

(٢) البنك الإسلامي السوداني، **فتاوى هيئة الرقابة الشرعية**، ص١٦-١٧ (القاهرة: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، د. ط. ت).

(٣) بيت التمويل الكويتي، **الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية**، ٥٣٢/١-٥٣٣.

(٤) الشوكاني: **نيل الأوطار**، ١٧٨/٥، رواه أبو داود، **صحيح سنن أبي داود**، باب بيع الطعام قبل أن يستوفى، حديث رقم: ٢٩٨٨، ٦٦٨/٢ (الرياض: مكتبة التربية العربي لدول الخليج، ط١، ١٤٠٩هـ، ١٩٩٨م). وقال النووي: هذا من محمد بن إسحاق بن يسار عن أبي الزناد وهو مختلف في الاحتجاج به وهو مدلس، انظر: النووي: **المجموع**، ٢٧١/٩.

(٥) تقدم تخريج الحديثين.

أو تسليم شهادات تخزين إذا كانت السلع في المخازن، أو التمكن من التصرف فيه مثل الطاقة الكهربائية فإنها تقبض حالة التصرف فقط.

وأن العلة عند الحنفية والشافعية هي الغرر وهو خشية هلاك المبيع، وعند المالكية سداً لذريعة ربا النسيئة، فلو أن العلة انتفت في المبيع وهي الغرر، فإن الحكم سيتغير حسب القاعدة: الحكم يدور مع العلة وجوداً وعدماً، وحتى الطعام فإنه يمكن الآن حفظه بوسائل حديثة، وبما أنه يمكن حفظ الطعام الآن أيضاً فيكون في حكم الموجود حال العقد.

بناء على ما سبق من القول بجواز بيع الشيء قبل قبضه، نرى جواز الصورة الثانية للتصفية في العمليات الآجلة الباتة، إذا كان البائع يملك تلك الأوراق فعلاً.

ثالثاً – مسألة بدل التأجيل في الصورة الثالثة للتصفية

أما الصورة الثالثة من صور التصفية، وهي نقل المشتري أو البائع مركزه إلى التصفية المقبلة، بدفع بدل التأجيل، نرى عدم جوازها شرعاً، ولذلك لاشتمال بدل التأجيل على ربا النسيئة الجلي الذي كانوا يفعلونه في الجاهلية.

ومع تجويزنا للصورة الأولى والثانية من صور التصفية في العمليات الآجلة الباتة، نرى ترجيح استعمال بدائل عنها كبيع السلم وبيع النسيئة وبيع الاستصناع، لأن هذه العمليات قد تكون تكملة لصفقات آجلة شرطية محرمة شرعاً.

* * *

المطلب الثاني - العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات *Options*) في بورصة الأوراق المالية

سبق أن تطرقنا في المطلب الأول إلى العمليات الآجلة الباتة، وفي هذا المطلب سنتطرق إلى العمليات الآجلة الشرطية التي تعرف بالخيارات (*Options*)، وذلك ببيان معناها وتأريخ نشأتها، وأنواعها، وماهيتها، وموقف الفقه منها.

أولاً - معنى الاختيارات وتأريخ نشأتها

تعرف الاختيارات أو الخيارات في الاصطلاح الاقتصادي بأنها: ((عقد يمثل حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) (*Exercise Price*) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية (*Options Premium*)))[1].

وقد عرَّف الاقتصاديون علاوة الصفقة الشرطية (*Options Premium*) أو ثمن عقد الاختيار بأنه: ((تعويض متفق عليه يدفع للبائع (بائع عقد الخيار) في البورصة من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه حق شراء (إن كان اختيار شراء) أو حق بيع (إن كان اختيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. وهذا المبلغ غير مرجع سواء نفذ المشتري حقه، أو لم ينفذ))[2].

---

(١) هيكل: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٦٣١-٦٣٢. وباز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٧٥. وانظر:

The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. p. 73. Walker, Joseph, A. *How the Options Markets Work.* (New York: Institute of Finance, 1999) p. 2. Giaccotto, Carmelo & Johnson R. Stafford. *Options & Future*. (New York: West Publishing Company, 1995) p. 5.

(٢) باز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٧٩. وانظر:

Walker. *How the Options Markets Work.* p. 2. Kenneth & Alan. *Guide to understanding Money & Investing*. p. 144.

وتعتمد هذه العلاوة على نوع الاستثمار الذي يقع عليه عقد الاختيار، والفرق بين السعر السائد في السوق وسعر التعاقد، وتغيرات الأسعار نتيجة العرض والطلب، والفترة الزمنية بين يوم عقد الاختيار ويوم انقضائه[١] .

تاريخ نشأة الخيارات: بدأت عقود الخيارات أولاً في السلع في سنة ١٦٣٠م، ثم توسع التعامل بها فشملت العقارات ومعاملات الأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة (*O TC*)[٢] ، حيث تم التعامل بعقود الخيارات في الأسهم في سوق لندن في الأوراق المالية في بدايات سنة ١٨٢٠م، وفي سنة ١٨٦٠م كانت هنالك سوق الخيارات في السلع والأوراق المالية في أمريكا، وكانت تلك العقود غير نمطية، فلم تكن لها قابلية التداول في الأسواق الثانوية[٣] . وأما النمو المتطور للتعامل بالخيارات بدأ بفعل التقدم الصناعي والتطور السياسي بين سنة ١٩٧٠م وسنة ١٩٨٠م، حيث ظهرت أول سوق منظمة للخيارات في أمريكا في مدينة شيكاغو سنة ١٩٧٣م، حيث أنشأ مجلس شيكاغو سوقاً متخصصة للخيارات (*C BOE*)[٤] صممت فيها العقود بشكل نمطي مكن من تداولها والتعامل بها بوصفها أدوات مالية، ثم انتشر التعامل بهذه العقود النمطية في الأسواق الأخرى في داخل الولايات المتحدة، حيث وصلت عقود الخيارات إلى أكثر من مليون عقد يومياً[٥] . وقد تم اتباع نفس الأنظمة، التي وضعت للعمليات الآجلة (Futures) كتنميط العقود وطرق التسليم والتسلم.

---

(١) Kenneth & Alan. *Guide to understanding Personal Finance*. p. 151.

(٢) Over the counter.

(٣) The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. P.71.

(٤) Chicago Board of Exchange Option.

(٥) القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية** ، مج١، ص١٩، العدد ١، ١٩٩٣م. وانظر:
The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. P:71

ولم يبدأ التعامل بهذه العقود بشكلها النمطي[1] في الدول الأخرى إلا في عقد الثمانينيات، ففي سنة ١٩٧٩م تم التعامل بالخيارات المنمطة في سوق لندن للأوراق المالية، ثم زاد عدد الأسواق التي تتعامل بهذه العقود أكثر من ٤٠ سوقاً على مستوى العالم[2] . كانت الاختيارات في بادئ الأمر في السلع، وخاصة المحاصيل الزراعية، ثم تطورت وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، ولا سيما بعد إنشاء أسواق شيكاغو، وتنميط عقود الاختيارات، وفي بداية الثمانينيات تم إدراج أنواع جديدة من الاختيارات شملت الأسهم، وسندات الخزينة (الأمريكية والأجنبية)، والسلع والبضائع، والمؤشرات والعملات[3] . نقتصر في هذه الدراسة على الاختيارات في الأوراق المالية فقط.

فقد عرف الاختيار في بورصة الأوراق المالية بأنه: «عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق - وليس الإلزام - لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة، بسعر معين ولأجل معين، يدفع المشتري (دافع ثمن الخيار) ثمناً مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضه البائع (قابض ثمن الخيار) مقابل تعهده والتزامه»[4] .

وتوجد في البورصة جهة ثالثة تضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم، وهي غرفة المقاصّة أو بيوت السمسرة، حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات) دون حاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين العاقدين.

---

(١) الشكل النمطي للاختيارات هو جعل صيغة الخيار على الأسهم عقداً يتضمن دائماً (١٠٠) سهم لشركة معينة، ينتهي في أول يناير، أو أبريل أو يوليو أو أكتوبر وتحدد كل صفاته (ما عدا السعر الذي تحدد قوى العرض أو الطلب). وتصدر بسعر ينتهي دائماً بصفر أو بالرقم (٥) تسهيلاً للتعامل. انظر: القري: **نحو سوق إسلامية**، ص٢٥.

(٢) The Reuters Financial Training Series. An Introduction to Derivatives. P:71. Giaccotto Carmelo & Johnson R, Stafford, Options & Futures. p. 4.

(٣) Downes John, Goodman J. Elliot, *Dictionary of Finance & Investment Terms*, p: 297. Morris Kenneth, Siegel Alan, *Guide to understanding Personal Finance*, p: 150.

(٤) القري: الأسهم - الاختيارات - المستقبليات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/٢١١. وباز: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٧٥.

فعقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف: بائع الاختيار (*Option Seller*)، ومشتري الاختيار (*Option Buyer*)، وغرفة المقاصة، أو بيت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة[١] .

ولابد في عقد الاختيار من تحديد العناصر الآتية: الأصل محل التعاقد، وسعر التعاقد، وتاريخ انقضاء أجل التعاقد (*Expiry date*)، ومبلغ التعويض (العلاوة). وصنف الاختيار (أمريكي أو أوربي)، ونوع عقد الاختيار (بيع أو شراء)[٢] .

لعقود الاختيار عند الاقتصاديين فوائد وآثار اقتصادية على أسواق المال، منها أنها تعتبر أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في البورصة، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح، وتستعمل أيضاً لزيادة معدل السيولة في السوق عن طريق تداولها، كما أنها تعطي للمستثمر فرصة إعادة تشكيل حافظته الاستثمارية، باختيار الوضع الأمثل لتفضيلاته الخاصة بالعلاقة بين المخاطرة والعائد[٣] .

ثانياً - أنواع عقود الاختيارات[٤]

تنقسم عقود الاختيارات إلى قسمين رئيسين هما: اختيار الطلب أو الشراء (*Call Option*)، واختيار البيع (*Put Option*). وتتفرع منهما عقود اختيارات أخرى منها:

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٥٦. وانظر:
Walker. *How the Options Markets Work*. p. 3.

(٢) The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. P:81.

(٣) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص١٠٢، والقري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج١، ص٢٠، العدد١، ١٩٩٣م، والجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٢٢.

(٤) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١/١٢١. ونوفل: **الاستثمار في الأسواق المالية**، ص١٠٢. وانظر:
Kenneth & Alan. *Guide to understanding Personal Finance*. p. 151. Giaccotto & Johnson . *Options & Futures*. p. 5.

أ – عقد الاختيار المختلط (*Double Option*) وهو بدوره نوعان:

عقد الاختيار المزدوج المتغير الذي يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع (*Spread*).

وعقد الاختيار المزدوج المتساوي الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع (*Straddle*).

ب – عقد الاختيار المضاعف أو المتعدد، ويتفرع منه نوعان:

اختيار بيع مضاعف (بيعان إلى شراء واحد –*Strip*)،

واختيار شراء مضاعف (شراءان إلى بيع واحد –*Strap*) .

فاختيار الطلب أو الشراء (*Call Option*): هو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، ويلزم بائعه ببيع تلك الأوراق المالية عند طلب المشتري خلال الفترة المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه أيضاً. ويتجه إلى شراء اختيار الطلب أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار(١) .

وأما اختيار البيع (*Put Option*): فهو عقد يعطي صاحبه حق بيع أوراق مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة محددة، ويلتزم مشتريه بشراء تلك الأوراق بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة، مقابل استلام مبلغ محدد من البائع. ويميل إلى شراء اختيار البيع أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار(٢) . وتسمى العمليات التي تجري في البورصة بعقد اختيار البيع أو الشراء بالعمليات الشرطية البسيطة.

وأما الاختيار المزدوج (*Double Option*): فهو عقد يعطي لحامله (مشتريه)

---

(١) القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، ص٢٠. والجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٢٢/١. والقره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٧٨/١. وانظر:

The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. P.74-75.

(٢) المراجع السابقة.

الحق في الجمع بين خيار البيع والشراء. فإذا كان العقد يحتوي على اختيار واحد بالبيع واختيار واحد بالشراء، وبسعر واحد، فهو الاختيار المزدوج المساوي (*Straddle*)، وأما إذا اختلف سعر خيار البيع عن خيار الشراء فهو الاختيار المزدوج المتفرق (*Spread*). وغالباً ما يكون سعر الشراء أعلى من سعر البيع[١]. وتسمى العمليات التي تجري في البورصة على هذه العقود بالعمليات الشرطية المركبة أو الخيارية المزدوجة. ويضيف أستاذنا حسن الأمين: «أن الاختيار المزدوج يشمل عقدين مختلفين في صفقة واحدة، سواء أكان بسعر واحد أم مختلف»[٢].

١ - وأما الاختيار المضاعف (المتعدد) (*Option to Double*): فهو عقد يكون لحامله الحق في شراءين إلى بيع واحد، أو بيعتين إلى شراء واحد (*Strip*). ويتم الشراء والبيع في الاختيار المتعدد بسعر يوم التعاقد[٣]. وتسمى العمليات التي تجري في البورصة بهذه العقود بالعلميات المضاعفة.

جدول توضيحي لبيان حالة مشتري الخيار وبائعه بنوعيه (خيار البيع والشراء)[٤].

المعلومات	مشتري (حامل) الاختيار	بائع (متعهد) الاختيار
١ - الحق والإلزام	له الحق دون الإلزام	عليه الإلزام دون الحق
٢ - خيار الطلب	له حق الشراء	الإلزام ببيع ما تعاقد مع المشتري
٣ - خيار البيع	له حق البيع	الإلزام بشراء ما تعاقد عليه مع المشتري
٤ - التعويض	يدفع التعويض	يستلم التعويض

(١) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٢٢/١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٥٥.

(٢) في لقاء خاص معه.

(٣) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٢٢/١.

(٤) The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. P.76.

٥ - تنفيذ حق الاختيار	القرار بيد المشتري في تنفيذ الاختيار	ليس له أي تأثير على قرار تنفيذ الاختيار
٦ - أعلى حد للخسارة الممكنة	مبلغ التعويض فقط	خسارة غير محددة بمبلغ
٧ - أعلى حد للربح الممكن	ربح غير محدد بمبلغ معين	مبلغ التعويض فقط

وتصنف الاختيارات حسب الفترة الزمنية المتفق عليها إلى ثلاثة أصناف[1] :

١ - الاختيارات الأمريكية: وهي التي تعطي لحامل الاختيار حق تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من بداية الاتفاق إلى التأريخ المحدد لانتهائه. ويتم التعامل بهذه الاختيارات في أغلب البورصات العالمية.

٢ - الاختيارات الأوربية: وهي التي لا تعطي لحامل الاختيار حق تنفيذه إلا في التأريخ المحدد لانتهائه (*Expiry date*). ويتم التعامل بها غالباً في الأسواق خارج البورصات (*OTC*). وأسعار هذه الاختيارات أرخص من الاختيارات الأمريكية، لأنها لا تعطي لمشتري الاختيار فترة زمنية مرنة كالاختيارات الأمريكية.

٣ - الاختيارات الآسيوية: وهي اختيارات أكثر تعقيداً من اختيار البيع أو الشراء، فهي تتعامل في الأسواق التي تكون أسعار الأشياء المتعاقد عليها متقلبة فيها مثل أسواق النفط والمعادن.

ثالثاً - ماهية العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات) في بورصة الأوراق المالية

يتم التعامل بعقود الاختيارات في بورصة الأوراق المالية عن طريق غرفة المقاصة، وهي جهة معروفة بـ(*OCC*) أي (*Options Clearing Corporation*). فإذا

(١) المرجع السابق، ص٧٦.

اتفق طرفان على بيع أو شراء عقد اختيار، فإن بائع الاختيار لا يحرر العقد مباشرة إلى مشتري الاختيار، وإنما يحرر هذا العقد إلى تلك الجهة (*OCC*) فهي تقوم بدور الوساطة كغرفة مقاصة للاختيارات، حيث تقوم بتحرير ذلك العقد باسمها، لذلك تعتبر هي البائع في كل عقد اختيار شراء، والمشتري في كل عقد بيع. وهي الجهة الضامنة أيضاً لتعهدات كلا الطرفين[١].

فإذا أراد مشترٍ اختيار الطلب في تنفيذ العقد وممارسة حقه في الشراء، فإنه يقوم بتقديم ثمن الأوراق المالية المتعاقد عليها نقداً إلى غرفة المقاصة، والتي تقوم من جانبها بتسليمه الأوراق المتعاقد عليها. وإذا لم يرغب المشتري في تنفيذ العقد، فإنه يسلم إلى غرفة المقاصة مبلغ التعويض للبائع (*Premium*).

وتظهر على لوحة البورصات مشخصات الاختيار وتنشر في الجرائد الرسمية اليومية، حيث تشمل نوع الاختيار، وسعر التعاقد، وعدد عقود الاختيار، ومبلغ العلاوة، وتأريخ انتهاء العقد، ونوع الورقة المالية المتعاقد عليها، وذلك بذكر اسم الشركة، كالآتي:

(5 Casio, April 60 put O 2 .5)

والمشخصات أعلاه تعني أن لمشتري عقد الاختيار حق بيع (٥) عقود اختيار البيع (كل عقد ١٠٠ سهم) لأسهم شركة (*Casio*) مثلاً، وبسعر (٦٠ $) للسهم الواحد، من تأريخ التعاقد (الآن) إلى نهاية شهر نيسان، بدفع مبلغ تعويض (أعلاه) (٢,٥$) عن كل سهم، أي:

(٥ × ١٠٠ = ١٢٥٠$) عن (٥٠٠) سهم.

وعندما يكون الاختيار، اختيار شراء فتكتب (*call*) بدل (*put*) في الجدول. ويكون للمشتري حق شراء تلك الأسهم[٢].

(١) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٥٨ (بتصرف يسير).

(٢) Dalton. *How the Stock Exchange Market works.* p. 140. Walker. *How the Options Markets Work.* p. 4-5.

ففي الحالة التي يكـون الاختيـار، اختيـار شـراء، فبارتفـاع سـعر السـوق في البورصة، فإن مشتري العقد سينفذ العملية ويربح بمقـدار الفـرق بـين السـعرين، أما إذا كان سعر التعاقد أقل من سعر السوق، فإنه لا ينفذ العملية ويدفع العلاوة ويسمى حالة ارتفاع السعر (*ITM*) أي: (*In the money*)، وحالة انخفـاض السـعر (*OTM*) أي: (*Out the money*). وأما في حالـة تسـاوي سـعر التعـاقد مـع السـعر السائد في السوق فيسمونه (*ATM*) أي (*At the money*). والحالة تكون معكوسـة عندما يكون الاختيار، اختيار بيع، كما في الجدول الآتي[1] :

	خيار الشراء (*CALL*)	خيار البيع (*PUT*)
ITM	سعر التعاقد < السعر السائد في السوق. ●ينفذ العملية.	سعر التعاقد > السعر السائد في السوق. ●لا ينفذ العملية.
ATM	سعر التعاقد = السعر السائد في السوق. ●ينفذ العملية.	سعر التعاقد = السعر السائد في السوق. ●ينفذ العملية.
OTM	سعر التعاقد > السعر السائد في السوق. ●لا ينفذ العملية.	سعر التعاقد < السعر السائد في السوق. ●ينفذ العملية.

وتتم محاسبة الاختيارات عن طريق محاسبة العلاوة، والقيمة الذاتية للاختيـار، وسعر التعاقد، والسعر السائد في السوق، وقيمة الزمن.

العلاوة (*Premium*) = (*Time Vale*) قيمة الزمن + (*Intrinsic Vale*) القيمة الذاتية

(في حالة اختيار الشراء) القيمة الذاتية = سعر التعاقد − السعر السائد.

(في حالة اختيار البيع) القيمة الذاتية = السعر السائد − سعر التعاقد.

قيمة الزمن = القيمة الذاتية − العلاوة.

(١) The Reuters Financial Training Series. *An Introduction to Derivatives*. P.85.

ولبيان وضعية مشتري العقد في حالتي اختيار الشراء واختيار البيع، نضرب المثالين الآتيين:

أ – حالة اختيار الشراء (*Call Option*): اشترى شخص اسهم شركة (*ABC*) بعقد اختيار الشراء، حسب المواصفات الآتية (*5 ABC Jun 100 call G 10*)، فما هو قرار المشتري في الحالات الآتية:

١ – السعر السائد > سعر التعاقد.

٢ – السعر السائد < سعر التعاقد.

٣ – السعر السائد = سعر التعاقد؟.

الحل: بيد المشتري (٥) عقود اختيار الشراء أي (٥ × ١٠٠ =٥٠٠) سهم، وتأريخ انتهاء عقد الاختيار هو نهاية شهر حزيران (*Jun*) وسعر التعاقد (١٠٠$) لكل سهم، ونوع الاختيار هو اختيار الشراء (*Call*)، ومبلغ التعويض (العلاوة) هو (١٠$) لكل سهم أي (٥ x ١٠٠ =٥٠٠) مبلغ العلاوة للصفقة، والقيمة الذاتية للأسهم تساوي الفرق بين السعر السائد وسعر التعاقد. نعرض قرار المشتري للحالات الثلاث في الجدول الآتي[١] :

(١) Dalton. *How the Stock Exchange Market works*. p.144-146. Walker. *How the Options Markets Work* p. 5-6.

السعر السائد أكبر من سعر التعاقد	السعر السائد أصغر من سعر التعاقد	السعر السائد يساوي سعر التعاقد
أ – بفارق يزيد عن مبلغ العلاوة مثلاً (١١٥ $) ربح = ١١٥-١٠٠ = ١٥$ • ينفذ العملية. ب – بفارق يقل عن مبلغ العلاوة مثلاً (١٠٥) ربح = ١٠٥-١٠٠= ٥$ ربح كلي = ٥٠٠ × ٥ = ٢٥٠٠ $ • ينفذ العملية. ربح غير محدد كلما ارتفع السعر كان الربح أكثر.	أ – بفارق يقل عن مبلغ العلاوة مثلاً (٩٥). خسارة ٩٥-١٠٠= -٥$ الخسارة الكلية = (-٥) × ٥٠٠ = = ٢٥٠٠ $ • ينفذ العلمية. لأن الخسارة أقل من العلاوة. أ- بفارق يساوي مبلغ العلاوة أي (٩٠). ١٠٠-١٠= ٩٠$ الخسارة الكلية = ٥٠٠ × (-١٠) = = -٥٠٠٠$ الخسارة = العلاوة • يتساوى التنفيذ وعدم التنفيذ. أ – بفارق يزيد عن مبلغ العلاوة مثلاً (٨٥). خسارة = ١٠٠-٨٥ = ١٥ $ (-١٥) × ٥٠٠ = ٧٥٠٠$ • لا ينفذ العملية فيدفع العلاوة أي (٥٠٠٠). • خسارته لا تتجاوز مبلغ العلاوة.	أي (١٠٠) ١٠٠-١٠٠ = ٠ • ينفذ العملية لأن بتنفيذه لا يخسر إذا لم ينفذ فعليه دفع العلاوة (٥٠٠٠$).

ب – حالة اختيار البيع (***put Option***): إذا كان نفس الشخص في حالة (أ) اشترى عقد اختيار البيع وبنفس المواصفات ما عدا (*Call*) يكون (*put*) (*5 ABC Jun 100 Put G10*) فما هو قراره في الحالات الثلاث المذكورة؟

الحل: عدد الأسهم (٥٠٠) سهم وبسعر التعاقد (١٠٠) لكل سهم أي (٥٠٠٠٠$) لـ(٥٠٠) سهم. مبلغ العلاوة (١٠$) لسهم واحد أي (٥٠٠ × ١٠ = ٥٠٠٠$) لكل الأسهم. القيمة الذاتية يساوي الفرق بين سعر التعاقد والسعر السائد. نعرض قرار مشتري عقد اختيار البيع للحالات الثلاث في الجدول الآتي[١] :

السعر السائد > سعر التعاقد	السعر السائد < سعر التعاقد	السعر السائد =سعر التعاقد
أ - بفارق يزيد عن مبلغ العلاوة. مثلاً (١١٢). خسارة= ١١٢-١٠٠=١٢$ الخسارة الكلية = ٥٠٠ × ١٢= ٦٠٠٠$ • لا ينفذ العملية لأن مبلغ العلاوة أقل منها فيدفع العلاوة. أ - بفارق يساوي مبلغ العلاوة أي (١١٠) خسارة= ١٠٠-١١٠= = -١٠$ الخسارة = العلاوة • تنفيذ العملية= عدم تنفيذها ب - بفارق يقل عن مبلغ العلاوة مثلاً (١٠٤)	• ينفذ العملية بفارق يزيد أو يساوي أو يقل عن مبلغ العلاوة لأن انخفاض السعر السائد عن سعر التعاقد يربح المشتري لاختيار البيع إن نفذ العملية، وإلا فعليه دفع العلاوة.	أي (١٠٠$) لا ربح ولا خسارة خسارة= ١٠٠-١٠٠=٠ ينفذ العملية لأن عدم تنفيذها يعني دفع مبلغ العلاوة وهو (٥٠٠٠$).

(١) Dalton. *How the Stock Exchange Market works*. p.146. Walker.*How the Options Markets Work* p. 5.

		خسارة= ١٠٠-١٠٤ = -٤$ الخسارة أقل من العلاوة ٥٠٠ × ٤= -٢٠٠٠$ • ينفذ العملية. • خسارته لا تتجاوز مبلغ العلاوة.

رابعاً – موقف الفقه من العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات)

بعد عرضنا لمعنى وأنواع الاختيارات وماهيتها، نستعرض فيما يلي موقف الفقه الإسلامي منها، وذلك ببيان آراء المعاصرين حولها المانعين والمجيزين، ثم الخروج بما يراه الباحث راجحاً، وللفقهاء المعاصرين في ذلك اتجاهان:

الاتجاه الأول: المانعين؛ فقد ذهب بعض المعاصرين إلى عدم جواز الاختيارات شرعاً بأنواعها المختلفة، واستدلوا بجملة أدلة، ومن هؤلاء المانعين:

الدكتور أحمد محيي الدين فقد ذهب إلى عدم جوازها مستدلاً بجملة أدلة، نذكرها بإيجاز، حيث يقول: «إذا عرضنا عمليات أسواق الخيارات على موازين الفقه يتضح أنها:

يشوبها غرر فاحش، وأنها تتعارض مع قصد الشارع من إباحة الشرط، وأن الشروط الموجودة فيها من الشروط الفاسدة في المذاهب الفقهية (كاشتراط عقد آخر على صاحبه يبطل البيع)، وتتعارض مع قاعدة العدل في المعاملات المالية»[١].

ومن المانعين أيضاً الدكتور علي القره داغي، فقد استدل بعدم جواز

(١) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٤٣-٤٤٨.

الاختيارات بأنها لم يتم فيها التسليم والتسلم، وأن الاختيارات لا ترجع إلى خيار الشرط، ولا تحقق أركان العقد فيها، وفيها اشتراط التنازل عن جزء من المال دون أن تربطه بضرر فعلي محقق. ويرد على المجيزين الذين يستدلون ببيع العربون وقياس خيار الشراء عليه، على أن بيع العربون غير جائز عند أكثر العلماء ما عدا الحنابلة. هذه ناحية ومن ناحية أخرى يرى أن القياس على بيع العربون قياس مع الفارق، لأن في بيع العربون يحسب العربون جزءاً من الثمن إذا نفذت العملية[١] . وأما إذا كان الخيار للبائع فغير جائز أيضاً. هذا بالنسبة للاختيارات البسيطة أما المزدوجة والمضاعفة فلا تجوز أيضاً لنفس الأسباب، إضافة إلى أنها تتضمن بيعتين في بيعة المنهي عنها شرعاً[٢] .

ويرى الدكتور الجارحي أيضاً حرمة التعامل بالاختيارات، حيث يقول إنها عقد قمار على أسعار المستقبل، فتكون عمليات محرمة[٣] .

ويذهب الشيخ محمد مختار السلامي إلى القول بأن: «عقود الاختيارات عقود حادثة...وهي في منطلقها وغاياتها غير قابلة للتصحيح الشرعي[٤] ». ثم يرد على المجيزين الذين استدلوا ببيع العربون، وذلك بذكره الفروق بين الاختيارات وبيع العربون. ويقول في التكييف الفقهي لها: «إن أقرب شيء للاختيارات هو القمار، فكل مشتر لخيار بيع أو شراء يربط بتقلبات الأسواق إما لفائدته أو ضده، وفي بعض أحواله إضافة إلى القمار صرف مؤجل وتعمير ذمتين»[٥] .

ومن المانعين أيضاً سمير رضوان صاحب كتاب (أسواق الأوراق المالية)

---

(١) ثمن الاختيارات مستقل عن ثمن الصفقة المتعاقد عليها ولا يحسب جزءاً من ثمن الصفقة إذا نفذ الخيار.

(٢) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٥٨/١-١٥٩، و١٨٠.

(٣) الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، **الإدارة المالية**، ١٣٤/١.

(٤) السلامي، محمد مختار: الاختيارات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ٢٤١/١.

(٥) السلامي، محمد المختار: الاختيارات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ٢٣٩/١-٢٤٠.

حيث يستدل بما استدل به الدكتور أحمد محيي الدين مضيفاً أسباباً أخرى لعدم جوازها وهي: انطواء البيوع الآجلة على بيع الإنسان ما لا يملك، وصورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية، واشتراط منفعة لأحد طرفي العقد مقابل حق الاختيار هو من قبيل الشرط الفاسد، لأنها منافية لمقتضى العقد ومقصوده ولانطوائه على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا، وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعاً، ولأن بيع حق الخيار وتداوله من مشتر آخر إنما هو بيع لما لا يقبل حكم العقد شرعاً[1].

وقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (٦٥/١/٧) بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالاختيارات حيث جاء فيه: ((إن عقود الاختيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية، هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة، ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعاً، وبما أن هذه العقود لا تجوز فلا يجوز تداولها))[2].

الاتجاه الثاني – المجيزين للعمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات): منهم الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه (رأي التشريع في البورصة) في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، حيث يقول بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة: ((شرط صحيح، وأن هذا المال الذي أخذه البائع من المشتري فهو حق فلا يرد إلى دافعه، قال تعالى: ﴿يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود﴾ [المائدة: ٥/١]، وقال ﷺ: ((المسلمون على شروطهم إلا شرطاً أحل حراماً، أو حرم حلالاً))[3].

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٦٣-٣٧١. ويضيف أستاذنا حسن الأمين: ((وخاصة إذا لاحظنا أن عقد البيع أو الشراء لا يتم من أحد من المتعاقدين مع الآخر، وإنما يتم مع كل منهما من طرف ثالث، لا يملك أحد العوضين، هو غرفة المقاصة (OCC))). من ملاحظات الأستاذ حسن الأمين.

(٢) **قرارات مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م، ص٥.

(٣) تقدم تخريجه.

ولما كان للطرف الآخر نفس الحق، في الخيار، فإنه يجوز له أن يبيع حقه هذا[١] . ويرى أيضاً جواز العمليات الآجلة الشرطية المركبة والمزدوجة (المضاعفة)، إذا كانت الكمية المضاعفة معلومة ولنفس الأسباب. ويؤيده أيضاً الدكتور علي عبدالقادر في تعقيبه له على بحثه[٢] .

ويذهب الدكتور محمد علي القري[٣] أيضاً إلى القول بجواز الاختيارات، حيث يرى أنها تحتوي على إشكالات فقهية، ولكنها لا يجب أن نضرب عن هذه العمليات صفحاً بسبب تلك الإشكالات بل لابد من فهم المغزى الحقيقي لوجودها، ثم محاولة الوصول إلى صيغة لتلافي تلك الإشكالات والمحاذير الشرعية. ثم يوضح بادئ ذي بدء أن الاختيارات هو حق والتزام، وأن اختيار الطلب (*call*) واختيار البيع (*put*) ليس متلازمين بل هما عقدان مستقلان يعمل كل منهما بمعزل عن الآخر، وإن أمكن جمعهما فيما يسمى بالاختيار المركب أو المزدوج، ثم يعلق على بعض الاعتراضات الشرعية الواردة على الاختيارات المعمولة بها في بورصة الأوراق المالية، منها:

أولاً – إن الاختيارات وسيلة للمقامرة على تقلبات الأسعار، وليس لها أغراض اقتصادية مفيدة. فيرد على هذا الاعتراض بأنه: «يمكن استخدامها لأغراض المقامرة، وهو احتمال وارد. ولكنه ليس أمراً ملازماً لفكرة الاختيارات بالضرورة، كما أنه ليس من العسير وضع ضوابط لإبعاد هذه العقود عن القمار من تلك الضوابط:

أ – قصر الجهة المركزية التعامل مع مالكي الأسهم الحقيقيين، كأن يبيع الأسهم من يمتلكها حقيقة، وعدم التعامل بالبيع القصير الذي يرغب فقط في المقامرة على تغير الأسعار.

---

(١) سليمان: رأي التشريع في البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ٥، ١/٤٢٥.

(٢) سليمان: رأي التشريع في البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، ٥، ١/٤٤١.

(٣) انظر: القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج١، العدد١، ١٩٩٣م،ص٢١-٢٢.

ب – عدم ممارسة الاختيار إلا في آخر يوم (اختيار النوع الأوربي لا الأمريكي). وانتهاء العقود في أول ساعة من افتتاح السوق في آخر يوم من أيام العقد، حيث يؤدي إلى تقليل الضغوط على السوق لرفع الأسعار في اتجاه يفيد منه أولئك المستثمرون خلال اليوم الأخير[1] .

ثانياً – إن عقود الاختيارات عقود نمطية تتم بإرادة واحدة، ففيه قبول من دون إيجاب، فيسقط ركن من أركان عقد البيع، فتكون هذه العقود فاسدة. فيرد عليه بقوله: ((إن عقود البيع بصفة عامة مبناها العرف، فإذا خلت من المحرمات الظاهرة كالربا والغرر..إلخ، فإن القول بعدم الجواز يحتاج إلى دليل قوي. وإن القول بعدم توافر الإيجاب ويتم انعقادها بإرادة واحدة غير مسلم، لأن تحديد مبعث الإرادة لا يقتضي بالضرورة صيغة محددة أو لفظاً بعينه، بل كل ما دل على تلك الإرادة وتعارف عليه الناس صح معه العقد. وحتى إن قلنا بوجود إرادة واحدة فالقول بفسادها غير مسلم أيضاً)) فقد قال بعض الفقهاء بأنه يكفي في العقد العزم لا التقاء إرادتين، وقد ضرب ابن العربي[2] في أحكام القرآن مثالاً لذلك بالنذر والوصايا، فهي تنعقد بإرادة واحدة[3] . ويرى أستاذنا حسن الأمين بأن: ((في هذا الكلام مغالطة، اعترف كاتبه في نهايته بإقرار أن هذا البيع يتم بإرادة واحدة، وما استشهد به من ابن العربي فلا حجة فيه، لأنه خاص بعقود التبرع لا البيع. ولأنه عقد معاوضة لابد فيه من التقاء إرادتين))[4] .

وأما في معرض طرحه – القري – لصيغة إسلامية للاختيارات فيقول: ((لسنا مقيدين في معرض إيجاد صيغة إسلامية بما تجري عليه المعاملة في الأسواق العالمية، بل إن الغرض إيجاد نوع من العقود تنهض بالوظيفة وتؤدي ما يراد

(١) المرجع السابق، ص٢١-٢٢.

(٢) الجصاص: **أحكام القرآن**، ١/١٦٧، و٢/٢٩٥-٢٩٧.

(٣) انظر: القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج١، ص٢٥، العدد١، ١٩٩٣م.

(٤) في لقاء خاص معه.

منها، وهو بشكل أساسي تسعير المخاطرة وقابليتها للانتقال من مشتر إلى آخر»[١].

فالنسبة إلى خيار الطلب (*call*) يرى أنه شبيه ببيع العربون[٢]، ولا يختلف عنه إلا في حقيقة أن ما يدفع في بيع العربون هو جزء من الثمن، أما ما يدفع في اختيار الطلب فهو مبلغ مستقل، وهو ثمن للاختيار ذاته. فيقترح للمواءمة بين الصيغتين، افتراض جهة مركزية كغرفة المقاصة تقوم بإمضاء هذه العقود، حيث يمكن لها بيع الأسهم بعقود نمطية (١٠٠ سهم، بسعر محدد، فترة محددة (٣ أشهر مثلاً)، وبدلاً من أن يدفع المستثمر ثمناً لخيار ما، يمكن دفع نسبة مئوية من ذلك المبلغ على صفة بيع العربون، فإذا رأى أن في مصلحته الشراء في الوقت المحدد أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى عكس ذلك تنازل عن العربون المذكور، ويمكن لتلك النسبة المئوية أن ترتفع وتنخفض اعتماداً على ظروف العرض والطلب. ولن يؤثر كثيراً أن يكون ما يدفع مقابل نقل المخاطرة هو مبلغاً مقطوعاً أو نسبة مئوية من مبلغ معروف مقدماً[٣]. يرد الأستاذ حسن الأمين على هذا الاقتراح: «بأن القري يقر في النهاية بنتيجة المفارقة للعربون، ويجعل للبيع ثمنين يدفعهما المشتري، أحدهما موضع العقد والآخر ثمناً للخيار، وهذا غير جائز»[٤].

وأما بالنسبة إلى خيار الدفع (*put*) فيقترح - القري - اعتبار ثمن اختيار البيع أجراً مقابل خدمة تقدمها جهة ما (كسلطة السوق أو غرفة المقاصة) لمالك الأسهم، مقابل بيع أسهمه، بإيجاد مشتر لها في السوق، ومقدار الأجر محدد من

(١) المرجع السابق، ص٢٤.

(٢) العربون: هو أن يشتري الرجل السلعة فيدفع من ثمنها ويقول للبائع إن لم أشتر منك فالمبلغ المدفوع لك، وفي جواز هذا = البيع خلاف، فالجمهور على عدم الجواز ما عدا الحنابلة، وقال به ابن سيرين وابن المسيب وأجازه ابن عمر أيضاً. انظر: ابن قدامة: **المغني**، ٢٥٧/٤. وابن رشد: **بداية المجتهد**، ٢٦٥/٢. وسابق، محمد السيد: **فقه السنة**، ١٥٦/٣-١٥٧.

(٣) القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج١، ص٢٤، العدد١.

(٤) في لقاء خاص معه.

قبل المستثمر وتلك الجهة، فهو عقد ناجز فيه عاقدان وإيجاب وقبول وأجرة على إنجازه من غرفة المقاصة.

وتعمل هذه الجهة بما يشبه الخيار الأوربي وليس الأمريكي، أي للمشتري ممارسة الخيار في آخر يوم العقد، وبذلك تكون الجهة المذكورة ملزمة بإيجاد مشتر لأسهمه بثمن محدد بعد المدة المعلومة (٩٠) يوماً من تأريخ العقد مثلاً، بأجر تحصل عليه مقابل أتعابها وهي ضامنة. والعقود تكون نمطية أي يتحدد كل شيء، وبذلك يتحدد سعر الأسهم التي يتعلق بها الخيار بحيث لا تؤثر التوقعات وأحوال السوق إلا على سعر الخيار ذاته أو سعر الخدمة(١) . وتقوم الجهة المذكورة بتلقي طلبات الشراء العاجلة والآجلة، وتقابلها بطلبات البيع المحددة في صيغة العقد. فإن تقابلت فإنها لن تواجه مشكلة. أما إذا لم يتحقق التوافق أي لم يمكّن أن توجد مشتر للأسهم المملوكة لطالب الخدمة، على حين أنها التزمت بذلك وقبضت ثمن الخدمة منه، ولا يمكنها الانسحاب من العقد، ففي هذه الحالة أمامها ثلاثة احتمالات:

الأول: إذا كان سعر الخدمة مساوياً للفرق بين السعر السائد وسعر التعاقد.

والثانية إذا كان السعر السائد أعلى من سعر التعاقد (بفارق يزيد عن سعر الخدمة).

والثالثة: إذا كان السعر السائد أقل من سعر التعاقد (بفارق يقل عن سعر الخدمة)(٢) . راجع وضعية هذه الحالات في الجدولين اللذين يوضحان هذه الحالات على الصفحتين ٢٣٠ و ٢٣٣ من هذا المطلب.

بعد عرضنا لمعنى وماهية الاختيارات في البورصة وسردنا لآراء المانعين والمجيزين حول عقود الاختيارات نخلص إلى النتائج التالية:

---

(١) لابد من تحديد الأجرة سلفاً عند العقد لتكون صحيحة وبذلك لا يكون هناك تأثير للتوقعات وأحوال السوق عليها.

(٢) القري: نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، مج ١، العدد ١، ص٢٣-٢٤.

١ - الاختيارات تختلف عن خيار الشرط المعروف في الفقه الإسلامي. فلا نحكم عليها بحكم فقهي قياساً، وإلحاقاً بخيار الشرط، وما يتعلق به من أحكام.

٢ - نخالف رأي الموسوعة العملية والعلمية للبنوك الإسلامية لحكمها المطلق على الاختيارات بالجواز واستدلالها بخيار الشرط فقط، وكذلك جعلها الاختيارات المضاعفة والمركبة جائزة للسبب نفسه، وفي الحقيقة أنهما تختلفان عن الاختيارات البسيطة، وذلك لأنهما تشملان على بيعتين في بيعة المنهي عنه شرعاً.

٣ - نخالف ما اقترحه الدكتور القري في اختيار الشراء بإيجاد صيغة تواءم بينه وبين بيع العربون، فنقترح أن يكون بيع العربون بديلاً عن خيار الشراء، لأن خيار الشراء يشبه العربون في دفع مبلغ مقابل حق، ولكنهما يختلفان في حقيقة هذا الدفع، فإن ما يدفع في بيع العربون هو جزء من الثمن إذا نفذ المشتري العملية، وأما ما يدفع في اختيار الطلب فهو مبلغ مستقل وهو ثمن للاختيار سواء نفذ المشتري العملية أو لم ينفذ فلا يرجع الثمن إليه، وأما في العربون فإذا لم ينفذ المشتري العملية فإن المبلغ يرجع إليه.

٤ - ونؤيد ما اقترحه القري في اختيار البيع بقيام جهة مركزية كغرفة المقاصة بأخذ ثمن الخيار (مقابل خدمة يقدمها لمالك الأسهم بإيجاد مشتر لها خلال فترة زمنية محددة)، وبشرط تحديد ثمن الخيار، وعدم تركه لتقلبات السوق، أو أن يتحدد بفعل قوى العرض والطلب.

* * *

المطلب الثالث - التعامل بالمؤشر (*Index Trading*) بين البورصة والفقه الإسلامي

نستعرض في هذا المطلب معنى المؤشر وأنواعه وموقف الفقه الإسلامي من التعامل به.

أولاً – معنى المؤشر

المؤشر: هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان[(١)]. وينظر إليه في أسواق الأوراق المالية باعتباره مؤشراً لحركة أسعار جميع الأسهم المتداولة في الأسواق، وبالتالي له أهمية في إعطاء دلالات مهمة، عما ستكون عليه سوق الأسهم في المستقبل القريب أو البعيد.

والأساس النظري لهذا الاعتقاد يكمن في أن أسعار الأسهم يحددها آلاف المستثمرين الذين يملكون معلومات مختلفة، وبالتالي فهي تعكس وجهة نظرهم جميعاً. ومع أن الأصل في معرفة اتجاه السوق هو جمع أسعار جميع الأسهم التي بيعت في يوم معين ثم تقسيمها على عدد الأسهم، إلا أن هذه العملية صعبة ومعقدة، وخاصة في حالات تزايد نشاط السوق، ولذلك استبدل عنها بدراسة حركة المؤشرات[(٢)].

فيتم قياس حركة واتجاه الأسعار في سوق الأوراق المالية من خلال المؤشرات التي يمتلكون من مجموعة من الشركات، والتي يفترض فيها أن تعكس السوق جميعها.

ثانياً – أنواع المؤشر

هناك أنواع عديدة من المؤشرات تختلف بعضها عن بعض في طريقة حسابها، وعدد الشركات التي تضمها، إلا أن القاسم المشترك بينها جميعاً، هو قيامها بجمع أسعار أعداد كبيرة من الأسهم لاستخراج معدل عام يعبر عنه برقم قياسي[(٣)].

---

(١) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٥٥. والقري: الأسهم -الاختيارات-المستقبليات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ٢١٧/١. وانظر: Dalton. *How the Stock Market Works.* p. 181.

(٢) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٧٧. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٥٥.

(٣) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٧٧. وأحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٥٦.

وتتغير أنواع الأسهم التي يضمها المؤشر كلما حدث تغير جوهري في حجم ونشاط شركة ما أو قطاع معين، كما حدث عند اكتشاف النفط حيث دخلت عدد من الشركات الرائدة في هذا المجال ضمن أرقام هذا المؤشر أو ذاك.

وتوجد في الأسواق العالمية مؤشرات عديدة ففي أمريكا، هناك مؤشر داو جونز (*Dow Jones Index*)، ومؤشر (*Standard poors*)، ومؤشر بورصة نيويورك (*NYEI*)، ومؤشر بورصة الأسهم الأمريكية (*AMEX*)، ومؤشرات أخرى كثيرة. وفي اليابان هناك مؤشر (*NIKKEI*) ومؤشر (*TSEI*)، وفي بريطانيا هناك مؤشر (*DAX*) وغيره، وفي ألمانيا مؤشر (*FTA*) وغيره[1] .

ويعتبر مؤشر داو جونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شهرة، حيث يتكون هذا المؤشر من أربعة مؤشرات فرعية، لكل منهما قطاع عريض ما عدا الرابع الذي يمثل السوق في مجموعه، فهناك مؤشر داو جونز الصناعي (يتكون من ٣٠ شركة)، ومؤشر داو جونز لوسائل النقل (يتكون من ٢٠ شركة من بينها شركات الخطوط الجوية)، ومؤشر داو جونز للمرافق (يتكون من ١٥ شركة)، ومؤشر داو جونز المركب (يتكون من ٦٥ شركة هي مجموع الشركات التي تتضمنها المؤشرات السابقة).

ويحسب مؤشر داو جونز على النحو الآتي: س١ + س٢ +..+س٣٠/٣٠، حيث تشمل س١ إلى س٣٠ أسعار أسهم الثلاثين شركة التي يضمها[2] .

ثالثاً – كيفية عمل المؤشر[3]

لتوضيح كيفية تكوين وتصميم المؤشر يستخدم النقط والحروف:

---

(١) انظر: القري: الأسهم – الاختيارات – المستقبليات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/٢١٧. والدسوقي، السيد = إبراهيم: **المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية**، ص٣١ وما بعدها (الرياض: جامعة الملك سعود، مركز البحوث، د. ط، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م). وانظر:

Dalton. *How the Stock Market Works*. p. 182.

(٢) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٥٧.

(٣) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٨٥، وانظر:

Dalton. *How the Stock Exchange Market Works*. p. 188-189.

37								
35			X	مقاومة				
33	X		X		X			
31	X	O	X	O	X	O		
29	X	O	X	O	X	O		
27		O		O	X	O		
25				O	مقاومة			
21								
Price السعر	A	B	C	D	E	F		

يوضح الشكل أعلاه الكيفية التي يجري بها احتساب النقط وإعداد الخرائط، فالأرقام في المربعات العمودية تمثل السعر، وكل وحدة من المرجعات (*Box*) تمثل نقطتين، والنقطة تساوي دولاراً واحداً، وأما الحرف (*X*) داخل المربعات فيمثل ارتفاع الأسعار والحرف (O) تمثل انخفاض الأسعار. أما المربعات (*Box*) فيتم شغلها عند حصول تغير في السعر فقط، أو يجري البدء بعمود جديد في كل مرة ينقلب فيها اتجاه السعر. ففي الشكل نلاحظ أن السعر عند البدء (*the Initial price*) كان (*29 $*)، وتم إثبات ذلك بعلامة (*x*)، وعندما تحرك السعر إلى أعلى ليصل إلى (*33 $*) تم أيضاً وضع (*x*)، وطالما بقي السعر في الصعود فإنه يجري وضع علامة (*x*) في داخل ذات العمود الرأسي. وعندما ينخفض السعر إلى مستوى أدنى فيسجل (*o*) في العمود التالي، ففي الشكل نزل السعر من (*33$*) إلى (*31$*) فوضع (*o*) في مقابل (*31*) واستمر في النزول إلى (*27$*) ثم ارتفع السعر مرة أخرى فبدئ بعمود جديد وهكذا.

ونلاحظ في عمود (*c*) ارتفاع السعر إلى (*35$*)، وفي عمود (*D*) نزل السعر

إلى (*258*)، وأمامها مقاومة، وهي تعني وجوب الشراء عندما تتجاوز القمة القمم التي قبلها، آخذاً في الاعتبار أن السعر سيستمر في الصعود وتشير إلى وجوب البيع عند انخفاضه عن القيعان السابقة، آخذاً في الاعتبار أن السعر سيواصل الانخفاض.

ويتم التعاقد على عقود معينة من المؤشر بيعاً وشراءً (كل عقد يساوي مثلاً ١٠٠٠ وحدة في المؤشر) وكأنه سلعة من السلع، فلو ارتفع المؤشر يحقق المشتري ربحاً، ولو انخفض يحقق خسارة. وعكس ذلك بالنسبة لمن يبيع المؤشر. ولا يعني شراء المؤشر أو بيعه شراء وبيع الأسهم المعتبرة في حسابه[١] .

وكما توجد اختيارات على الأسهم والسلع توجد كذلك اختيارات على المؤشرات، وهي نوع من استعمال الحظ والمجازفة، حيث إن المتعاملين باختيار المؤشر يعمدون إلى تصفية الاختيار نقدياً، فيدفع مُصدر الاختيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري والسعر المتضمن في الاختيار دون الحاجة إلى بيع وشراء الأسهم ذاتها أو السندات، فاختيار المؤشر لا يتضمن ورقة مالية بعينها، بل يتضمن مؤشراً، فمثلاً يعرف أن مؤشراً (ضمن المؤشرات الكثيرة المستخدمة في البورصة) يقيس التغيير في سعر مئة شركة تتداول أسهمها في بورصة نيويورك (مثلاً)، فعندما يصدر الخيار على المؤشر المذكور، فإنه يتضمن تلك الأسهم المئة (بدلاً من أسهم شركة واحدة) فهنا لا حاجة إلى قبض أو تسليم أي شيء، بل يكفي تصفية العقد نقدياً عند انتهاء مدته معتمدين على اتجاه المؤشر، فإذا ارتفع ربح من توقع الارتفاع، وخسر من توقع الانخفاض[٢] .

رابعاً – موقف الفقه من التعامل بالمؤشر

بعد عرض ملخص لمفهوم وأنواع المؤشرات، وكيفية تكوينه والتعامل به، نعرض فيما يلي رأي الفقه فيه.

---

(١) القري: الأسهم – الاختيارات – المستقبليات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ٢١٧/١.

(٢) القره داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٧٧/١.

يذهب الدكتور القري والدكتور القره داغي إلى أن التعامل بالمؤشر صورة من صور القمار، لأن ما يدفعه المشتري يحصل في مقابله على فرصة ربح تعتمد على الحظ والمخاطرة فقط، ولأن ما يحصل عليه من عائد ليس له مصدر حقيقي، لكنه شبيه بالميسر يكسب الطرف الأول خسارة الطرف الثاني اعتماداً على ما قامرا عليه[1] . وقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم ٦٥/١/٧، بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالمؤشر حيث جاء فيه: ((ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده))[2] .



(١) المرجع السابق، ١/١٧٧. والقري: الأسهم – الاختيارات – المستقبليات، **مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١/٢١٧.

(٢) **قرارات مجمع الفقه الإسلامي**، الدورة ٧، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م، ص٦.

الخاتمــة

النتائج:

توصل الباحث إلى جملة نتائج مستخلصة من دراسته هذه، من هذه النتائج ما يلي:

١ - **البورصة**: هي مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعاً وشراءً. وهي أنواع متعددة، منها: بورصة الأوراق المالية.

٢ - **بورصة الأوراق المالية**: هي سوق منظمة ومستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية على يد وسطاء رسميين وهم السماسرة ومساعدوهم. وتقوم بوظائف مهمة في الاقتصاد الكلي والجزئي، كتعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، تيسير عملية تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة، حماية المستثمرين من المخاطر المختلفة كتقلبات الأسعار ونحوها.

٣ - **لإقامة بورصة فعالة جملة شروط، منها**: وجود الحرية والاستمرارية فيها، وجود مؤسسات متخصصة في أمورها، وجود إطار قانوني، وقواعد تنظم سير العمل فيها، ووجود السرعة، والدقة، والصحة، والأمانة، والانضباط في إجراء العمليات فيها.

٤ - **لبورصة الأوراق المالية هيكل إداري،** يتكون من لجنة عليا تشرف على سير العمل فيها، ولجان فرعية مساعدة لها، وأعضاء منضمين (بنوك، مؤسسات، حكومات...)، وأعضاء عاملين وهم السماسرة ومساعدوهم، يتم عن طريقهم تداول الأوراق المالية وتنفيذ العمليات فيها.

٥ - **السمسار:** هو شخص ذو مؤهلات يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة عن عميله وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة محددة. ولا يجوز التعامل في البورصة إلا عن طريقهم. وإن عقد السمسرة يدخل في عقد الوكالة بالبيع والشراء مقابل أجرة في الفقه الإسلامي. ولا يشترط إسلام السمسار وعميله. ولا يجوز مخالفة السمسار أوامر عميله كالوكالة المقيدة إلا في الحالات التي تكون المخالفة إلى خير. ويجوز للسمسار الاستعانة بمساعديه في إنجاز العمليات كما أنه يجوز للوكيل أن يوكل في الفقه الإسلامي.

٦ - **يتم إصدار الأوراق المالية عن طريق السوق الأولية،** ويتم التداول في السوق الثانوية. ومن خلال نظامين: نظام المزاد العلني وهو المتبع في أغلب البورصات، ونظام المفاوضة والمساومة على الأسعار وهو معمول به في بورصة لندن للأوراق المالية.

٧ - **يتم تحديد أسعار الأوراق المالية بطرق متعددة منها:** التسعير بالمناداة، بالإدراج، بالاعتراض والمقارنة، بالصندوق أو بالمطابقة. ويتم الإعلان عن الأسعار الآتية: سعر الفتح، أعلى وأدنى سعر للورقة المالية، وسعر الإغلاق لكل يوم بحيث يستطيع المستثمر من خلال وقوفه على هذه الأسعار اتخاذ قرار سليم لاستثمار أمواله.

٨ - **الأسهم تمثل جزءاً من رأس مال الشركة،** ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة. وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة.

٩ – للأسهم أنواع متعددة نظراً لاعتبارات مختلفة، وأغلبها يجوز إصدارها شرعاً ما عدا الأسهم الممتازة وأسهم التمتع.

١٠ – يجوز تداول الأسهم بيعاً وشراءً إذا لم تكن من النوع المحرم إصدارها، ولم تكن الجهة المصدرة لها مما يحرم التعامل معها كشركات إنتاج الخمور والبنوك الربوية. وأما الشركات التي موضوع نشاطها حلال، ولكنها تتعامل في بعض عملياتها بالحرام، فيجوز التعامل معها ولكن بشروط، وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الإسلامية والسعي لإيجادها، فإن هذا الجواز المشروط لا يتعدى الضرورة وإباحة المحظور للضرورة لا تعني إباحته مطلقاً.

١١ – للأسهم قيم متعددة: اسمية، حقيقية، سوقية وقيمة الإصدار اللاحق. كلها جائزة شرعاً ما عدا قيمة الإصدار اللاحق فإنها لا تجوز إذا كانت أقل من القيمة الحقيقة.

١٢ – حصص التأسيس: صكوك بدون قيمة اسمية تصدرها الشركات المساهمة تمنح الحق في حصة من أرباحها لجهة (أفراد، هيئات) مقابل خدمة مقدمة لها، فلا يجوز شرعاً إصدارها ولا تداولها بالبيع وغيره، ولا أن يعطى أصحابها حقاً في أرباح الشركة، ولا في الفائض من موجوداتها، ولكي لا يحرم هؤلاء من حقوقهم يستبدل هذه الحصص بمكافأة نقدية أو عينية تعطى لهم، أو تحويل تلك المكافأة بعد تحديدها بأسهم عادية يتساوى هؤلاء مع أصحاب الحصص العادية في الحقوق والالتزامات.

١٣ – السندات صكوك تمثل ديوناً في ذمة الجهة التي أصدرتها، وتثبت لحاملها حق الحصول على الفوائد المستحقة، واسترداد دينه في موعد الاستحقاق.

١٤ – إن إصدار وتداول جميع أنواع السندات محرمة شرعاً، ما دامت تصدر بفائدة ومحددة، وتسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها سواء كانت الجهة المصدرة شركة أو حكومة. لأن الاقتصاد الإسلامي يجعل لرأس المال حقاً في فائدة غير

ثابتة ولا محددة سلفاً، فائدة مرتبطة بالإنتاج ومنبثقة من تحمل صاحب رأس المال المشاركة في المخاطر.

١٥ – تعتبر السندات الوسيلة الأساسية للاستثمار في النظام الرأسمالي، وقد ألغى الإسلام القرض بفائدة ثابتة ومحددة سلفاً كوسيلة من وسائل الاستثمار، وقدَّم بدائل مناسبة تقوم على قاعدة الغنم بالغرم، وتعتبر إيجاد البدائل للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية، ذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرم، ولجذب أموال المحجمين عن التعامل في السندات للاستفادة منها في التنمية الاقتصادية.

١٦ – من أهم العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية، هي: المضاربة، العمليات العاجلة، العمليات الآجلة.

أ – يختلف معنى المضاربة في البورصة عن معنى المضاربة في الفقه الإسلامي تماماً، وكذلك تختلف عن المخاطرة، فهي درجة من درجات المخاطرة التي تقترب أحياناً إلى درجة المقامرة. وهي ليست مقامرة أيضاً، لأنها وإن كانت تتضمن المخاطرة، ولكنها تعتمد على احتمالات محسوبة بدقة، ولا تعتمد على الصدفة فقط. وهي ليست استثماراً حيث تختلف عنه من حيث العوائد المتوقعة منهما، والمخاطر المحتملة ومدة التوظيف ونوع التعامل. وهي جائزة شرعاً إن جردت مما علقت بها من الشوائب بأسلوب العقد وبالممارسات اللاأخلاقية المصاحبة لها.

ب – العمليات العاجلة النقدية في البورصة جائزة شرعاً إذا كانت الأوراق المتداولة جائزة بيعها، كالأسهم دون السندات بفائدة.

جـ – التعامل بالهامش في حالة ارتفاع سعر السوق يضاعف من ربح العميل، ويضمن للسمسار قرضه، والفائدة عليه، إضافة إلى عمولته، وفي حالة نزول سعر السوق يتعرض العميل لخسائر مضاعفة، وتبقى وضعية السمسار

ثابتة. وهو من العمليات المحرمة، وإن علة التحريم هي وجود قرض بفائدة ثابتة، ولا تعود الحرمة إلى طبيعة التعامل نفسه فلو أقرضه السمسار المبلغ المطلوب بدون فائدة لصح التعامل به، ويتم تضمين الدين عن طريق الرهن سواء من قبل العميل أو جهة أخرى.

د - البيع على المكشوف من العمليات المحرمة، لأنه تصرف في مال الغير بغير إذنه، وأن التكييف الفقهي له هو التصرف في الأوراق المالية بإذن صاحبها أي الإقراض بإذنه إما قرضاً حسناً أو إعطائه تلك الأوراق ليبيعها مرابحة.

هـ - العمليات الآجلة الباتة: وهي عمليات تم فيها تأجيل تسليم البدلين وبيع الشيء قبل قبضه، وتأجيل مركزه إلى تصفية مقبلة بدفع بدل التأجيل. يجوز تأجيل تسليم الأسهم وثمنها بعد انعقاد بيعها إلى يوم التسوية بشرط التسليم والتسلم الفعلي للأسهم. ويجوز أيضاً بيع الأسهم قبل قبضها إذا كان البائع يملكها فعلاً. ويحرم تأجيل مركزه إلى تصفية مقبلة بدفع بدل التأجيل لأنها يدخل في ربا النسيئة الجلي. ومع جواز الصورة الأولى والثانية للعمليات الآجلة الباتة يفضل استعمال بدائل عنها كبيع السلم وبيع النسيئة والاستصناع، لأن هذه العمليات قد تكون تكملة لصفقات عمليات آجلة شرطية محرمة.

و - العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات) تختلف عن خيار الشرط في الفقه الإسلامي فلا يحكم عليها بحكم فقهي، قياساً، وإلحاقاً بخيار الشرط وما يتعلق به من أحكام. وأن الاختيارات بجميع أنواعها حسب الصورة التي يتعامل بها في البورصة محرمة شرعاً. والتكييف الفقهي هو إيجاد بدائل شرعية لها. فبيع العربون هو البديل عن خيار الطلب، وأما خيار البيع فالبديل هو قيام جهة مركزية بأخذ ثمن الخيار مقابل خدمة يقدمها لمالك الأسهم، وذلك بإيجاد مشتر لها خلال فترة زمنية محددة، وبشرط تحديد ثمن الخيار وعدم ترك تحديده لتقلبات السوق وقوى العرض والطلب.

ز - التعامل بالمؤشر في البورصة محرم شرعاً، لأنه بيع شيء وهمي معدوم،

ولكن هذا لا يمنع الاستفادة منه في المعاملات الأخرى من خلال الاستعانة به في معرفة حركة الأسعار ونحوها مما يساعد المستثمر على اتخاذ قرار سليم.

* * *

التوصيات والمقترحات

١ – يوصي الباحث كتابة بحوث في مجال المعاملات المعاصرة والأسواق المالية العالمية، وتقييمها من الناحية الشرعية للاستفادة منها مما يوافق الشرع، ولتعديل ما يمكن تعديله من معاملات، أو إيجاد بدائل شرعية لها، ولتعميق الوعي بالأدوات الشرعية في الأسواق المالية.

٢ – يقترح الباحث إجراء دراسة حول موضوع (**بورصة الأوراق المالية الإسلامية**)، وذلك بعد أن ظهرت بورصات الأوراق المالية في معظم بلدان العالم، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.

٣ – يقترح الباحث إنشاء بورصات أوراق مالية محلية في دولنا الإسلامية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية، من خلال التأصيل الفقهي، وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، من خلال فتح دورات تدريبية عملية، وخاصة في كيفية الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة لتسريع وتسهيل تنفيذ العمليات في البورصة ورفع كفاءتها الإنتاجية.

٤ – يوصي الباحث الحكومات والمؤسسات والشركات والبنوك بتشجيع الاستثمار المحلي، وذلك من خلال إقامة مشاريع تتصف بالدقة والأمانة والعدالة، وذلك لجذب أموال المستثمرين المسلمين من الخارج من ناحية، وجذب الأموال السائلة للمحجمين عن الاستثمار في البورصات لعدم شرعية أكثر المعاملات فيها من ناحية أخرى.

٥ - يقترح الباحث توجيه الدارسين للعلوم الشرعية وخاصة فقه المعاملات بدراسة الأسس الاقتصادية للمعاملات المعاصرة، لكي تكون الأحكام التي تطلق على تلك المعاملات أحكاماً واقعية وسليمة، وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية الإلمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لوضع منهج نظري عملي متكامل للاستثمار في الأسواق المالية.





المصادر والمراجع العربية

- إبراهيم، عبد الرحمن زكي: **معالم الاقتصاد الإسلامي**، (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية، د. ط. ت).

- أبو داود: **سنن أبي داود**، (الرياض: مكتبة التربية العربية لدول الخليج، ط١، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م).

- أبو زهرة، محمد: **أصول الفقه**، (القاهرة: دار الفكر العربي، د. ط. ت).

- أبو غدة، عبد الستار: **البدائل الشرعية لسندات الخزانة العامة والخاصة**، (الكويت: بيت التمويل الكويتي، ط١، ١٩٩٣م).

- أحمد، عبد الرحمن يسري: **دراسات في علم الاقتصاد الإسلامي**، (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية، د. ط، ١٩٨٨م).

- أحمد، محيي الدين أحمد: **أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**، (جدة: مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط١، ١٤١٧هـ، ١٩٩٥م).

- آليه، موريس: **الشروط النقدية لاقتصادية الاسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد**، (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

- الأمين، حسن عبد الله :

الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلام، (جدة: دار الشروق، ط١، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، د. ط، ١٤٠٨هـ، ١٩٩٨م).

زكاة الأسهم في الشركات، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م).

- ابن القيم الجوزية، شمس الدين محمد بن أبي بكر:

إعلام الموقعين عن رب العالمين، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

الطرق الحكمية في السياسة الشرعية، حققه: عصام فارس الحرستاني، خرج أحاديثه: حسان عبد المنان، (بيروت، دار الجيل، ط١، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م).

زاد المعاد في هدي خير العباد، تحقيق شعيب الأرناؤوط وعبد القادر الأنارؤوط، (بيروت: مؤسسة الرسالة، ط٦، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م).

- ابن المنذر: **الإجماع**، (مصر: دار الدعوة، د. ط. ت).

- ابن الهمام، الكمال: **شرح فتح القدير**، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، د. ط. ت).

- ابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبد الحليم:

القواعد النورانية الفقهية، تحقيق :عبد السلام محمد علي شاهين، (بيروت دار الكتب العلمية، ١٤١٤هـ، ١٩٩٤م).

فقه المعاملات، إعداد: زهير شفيق الكبي، (بيروت: دار الفكر العربي، ط١، ١٩٩٥م).

مجموع الفتاوى، جمع وترتيب: عبد الرحمن بن محمد بن قاسم النجدي، (بيروت: دار العربية، ط١، ١٣٩٨هـ).

- ابن جزي، محمد بن أحمد الكلبي: **القوانين الفقهية**، (د. م: د. ن. ط. ت).

- ابن حزم، علي بن أحمد: **المحلى**، تحقيق: أحمد محمد شاكر، (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت).

- ابن حنبل، أحمد: **مسند الإمام أحمد بن حنبل**، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط٣، ١٣٩٨هـ، ١٩٧٨م).

- ابن رشد، أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد: **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، تحقيق: طه عبد الرؤوف سعد (بيروت: دار الجيل، ط١، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م).

- ابن عابدين، محمد أمين: **حاشية قرة عيون الأخيار تكملة رد المحتار على الدر المختار**، (د.م: دار الفكر،ط١، ١٣٦٨هـ، ١٩٦٦م).

- ابن قدامة، موفق الدين عبد الله أحمد: **المغني والشرح الكبير**، (بيروت: دار الكتاب العربي، ط٢، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

- ابن منظور، محمد بن مكرم: **لسان العرب**، (بيروت: دار صادر، د. ط.ت).

- ابن نجيم، زين الدين بن إبراهيم : **الأشباه والنظائر**، (دمشق، دار الفكر، د. ط، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

- الباجي، أبو الوليد: **المنتقى شرح الموطأ**، (مصر: مطبعة السعادة، ط١، ١٣٣٢هـ).

- باز، فريدي وصادر، مكرم وأبي صالح، جورج: **معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية**، (د. م: اتحاد المصارف العربية، ط١، ١٩٨٥م).

- البخاري، محمد بن إسماعيل: **صحيح البخاري**، (بيروت دار القلم، ط١، ١٩٨٢م).

- البقمي، صالح بن زاين المرزوقي: **شركة المساهمة في النظام السعودي**، (جامعة أم القرى: مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، الكتاب٣٩، د. ط، ١٤٠٦هـ).

- البهوتي، منصور النيسابوري: **كشاف القناع عن متن الإقناع**، (بيروت: دار الفكر، ط١، ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢م).

- الجارحي، علي معبد: الشركات في ضوء مبادىء الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية: **الإدارة المالية في الإسلام**، (عمان: مؤسسة آل البيت، د. ط، ١٩٨٩م).

- الجرجاني، علي بن محمد بن علي: **التعريفات**، حققه وقدم له: إبراهيم الأبياري، (د. م: دار الريان للتراث، د. ط. ت).

- الجزيري، عبد الرحمن : **الفقه على المذاهب الأربعة**، (د. م: دار الإرشاد، دار البيان للتراث، د. ط. ت).

- الجصاص، أحمد بن علي: **أحكام القرآن**، (بيروت: دار الكتاب العربي، ط١، ١٣٣٥هـ).

- الجمال، محمد عبد المنعم: **موسوعة الاقتصاد الإسلامي**، (بيروت: دار الكتب الإسلامية، ط٢، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م).

- حسن، أحمد محيي الدين أحمد: **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، (البحرين: بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط١، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٦م).

- حسن، محمود محمد: **نظرية العقد في الفقه الإسلامي**، (الكويت: دار الكتب، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

- حمود، سامي: **تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية**، (عمان، مطبعة الشرق، ط٢، ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢م).

- حمودة، سامي: الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانيات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين الوسائل الاستثمارية في البنوك التقليدية، **المصارف الإسلامية**، (د. م: اتحاد المصارف العربية، د. ط، ١٩٨٩م).

- الخرشي، محمد بن عبد الله بن علي: **الخرشي على مختصر سيدي خليل**، (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت).

- خروفه، علاء الدين: **عقد القرض في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، (بيروت: مؤسسة نوفل، ط١، ١٩٨٢م).

- الخضيري، محسن أحمد:

كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة، (القاهرة: دار إيتراك، ط١، ١٩٩٦م).

خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية، الجوانب التطبيقية والقضايا والمشكلات، (عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، د. ط، ١٩٩٠م).

- الخفيف، علي: **الشركات في الفقه الإسلامي**، (جامعة الدول العربية: معهد الدراسات العربية العالمية،د. ط. ت).

- خلاف، محمد عبد الوهاب: **علم أصول الفقه**، (الكويت: دار القلم، ط٢٠، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م).

- خوجة، عز الدين محمد: **نظرية العقد في الفقه الإسلامي**، مراجعة: عبد الستار أبو غدة، (جدة: مجموعة دلة البركة، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م).

- الخياط، عبد العزيز: **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، (بيروت: مؤسسة الرسالة، ط٤، ١٤١٤هـ، ١٩٩٤م).

الشركات في ضوء مبادىء الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية: **الإدارة المالية في الإسلام**، (عمان: مؤسسة آل البيت، د. ط، ١٩٨٩م).

- الدريوش، أحمد بن يوسف: **أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي**، (الرياض: دار عالم الكتب، ط١، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م).

- الدسوقي، السيد إبراهيم: **المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية**، (الرياض: جامعة الملك سعود، مركز البحوث، د. ط، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م).

- الدسوقي، شمس الدين محمد عرفة: **حاشية الدسوقي على الشرح الكبير**، (القاهرة: دار إحياء الكتب العربية، البابي الحلبي وشركاؤه،د. ط. ت).

- الرازي، أبو بكر: **مختار الصحاح**، (بيروت: دار الفكر، د. ط، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م).

- الرازي، محمد فخر الدين ضياء الدين: **مفاتيح الغيب المشهور بالتفسير الكبير**، (القاهرة: المطبعة الأميرية، ط١، د. ت).

- رضا، محمد رشيد: **تفسير المنار**، (القاهرة: دار المنار، ط٣، ١٣٧١هـ، ١٩٥٢م).

- رضوان، أبو زيد: **شركة المساهمة في التشريع المصري والقطاع العام**، (د. م: دار الفكر العربي، د. ط، ١٩٨٣م).

- رضوان، سمير عبد الحميد: **أسواق الأوراق المالية**، (القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط١، ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م).

- الرملي، شمس الدين محمد: **نهاية المحتاج إلى شرح ألفاظ المنهاج**، (مصر: مطبعة البابي الحلبي، د. ط، ١٩٦٧م).

- الزبيدي، محمد مرتضى: **تاج العروس**، (د. م: د. ن. ط. ت).
- الزحيلي، محمد وهبة: **الفقه الإسلامي وأدلته**، (دمشق: دار الفكر، ط١، ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م).
- الزرقا، مصطفى أحمد: **المدخل الفقهي العام**، (دمشق: دار القلم، ط١، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م).
- زيد، عمر عبد الله : **المحاسبة المالية في المجتمع الإسلامي**، (الأردن: دار البارودي، ط١، ١٤١٦هـ، ١٩٩٥م).
- الزيلعي، فخر الدين عثمان بن علي: **تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق**، (بيروت: دار المعرفة، ط٢، ١٣١٤هـ).
- سابق، محمد السيد: **فقه السنة**، (مصر: دار الحديث، د. ط. ت).
- السالوس، علي أحمد: **الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة**، (الدوحة: دار الثقافة، د. ط، ١٤١٦هـ، ١٩٩٦م).
- السدلان، صالح غانم: **زكاة الأسهم والسندات والورق النقدي**، (الرياض: دار بلنسية، ط٣، ١٤١٧هـ).
- سراج، محمد أحمد: **الأوراق التجارية في الشريعة الاسلامية**، (القاهرة: دار الثقافة، د. ط، ١٩٨٨م).
- السرخسي، شمس الدين محمد بن أحمد: **المبسوط**، (كراتشي: إدارة القرآن، د. ط، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٧م).
- السلامي، محمد مختار: الاختيارات، **مجمع الفقه الإسلامي**، (جدة: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة، د. ط، ١٩٩٢م).
- السلمي، عز الدين عبد العزيز بن عبد السلام: **قواعد الأحكام في مصالح الأنام**، (بيروت: مؤسسة الريان، ط٢، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م).

- سليمان، أحمد يوسف: رأي التشريع في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، (د.م: الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، ط١، ١٩٨٢م).

- السنهوري، عبد الرزاق: **مصادر الحق في الفقه الإسلامي**، (د. م: معهد البحوث والدراسات العربية، ط٣، ١٩٦٧م).

- شابرا، محمد عمر : **نحو نظام نقدي عادل**، (فرجينيا: المعهد العالمي للفكر الإسلامي،ط٢، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م).

- الشاطبي، أبو إسحق إبراهيم بن موسى: **الاعتصام**، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط٢، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

- الشافعي، محمد بن إدريس: **الأم**، خرج أحاديثه: محمود مطرجي، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

- شبير، محمد عثمان: **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، (الأردن: دار النفائس، ط٢، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م).

- شحاته، شوقي إسماعيل: **نظرية المحاسبة المالية من منظور إسلامي**، (القاهرة: دار الزهراء للإعلام العربي، ط١، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٧م).

- الشرباصي، أحمد: **المعجم الاقتصادي في الإسلام**، (د. م: دار الجيل، ط١، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م).

- الشربيني، شمس الدين محمد بن الخطيب: **مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج**، تحقيق الشيخ علي محمد عوض والشيخ عادل أحمد عبد الموجود، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١٥هـ، ١٩٩٤م).

- شلبي، أحمد: **الإسلام والقضايا الاقتصادية الحديثة**، (القاهرة: د.ن.ط.ت).

- شلتوت، محمود: **الفتاوى**، (جدة: دار الشروق، ط٨، ١٩٧٥م).

- الشـواربي، عبـد الحميـد: **الشـركات التجاريـة وشـركات الأمـوال والاسـتثمار**، (الإسكندرية: منشأة المعارف، د. ١٩٨٨م).

- الشوكاني، محمد بن علي:

إرشاد الفحول إلى تحقيق الحق من علم الأصول، (بيروت: دار الفكـر، ط١، د. ت).

نيل الأوطار شرح منتقى الأخبار من أحاديث سيد الأخيار، (بيروت: دار الجيـل، د. ط. ت).

فتـح القديـر الجـامع بـين فنـي الروايـة والدرايـة في علـم التفسـير، (بـيروت: دار المعرفة، د. ط. ت).

- الصاوي، محمد صلاح: **مشـكلة الاسـتثمار في البنـوك الإسـلامية وكيـف عالجهـا الإسلام**، (المنصورة: دار الوفاء، ط١، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م).

- الصدر، محمد باقر:

اقتصادنا، (دمشق: دار التعارف، ط٢٠، د. ت).

البنك اللاربوي في الإسلام، (بيروت: دار الكتاب اللبناني، ط٢، ١٩٧٣م).

- الضرير، الصديق محمد الأمين: **الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي**، (جدة: مجموعة دلة البركة، ط٢، ١٤١٦هـ، ١٩٩٥م).

- عاشور، السيد محمد: **التمويل في الإسلام**، (القاهرة: د. ن. ط. ١٩٧٥م).

- العبادي، عبد الله عبد الرحيم: **موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعـاصرة**، (القاهرة: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، د. ط. ت).

- عبـد البـاقي، عبـد الفتـاح: **نظريـة العقـد والإرادة المنفـردة**، (مصـر: موسـوعة القانون المدني المصري، مطبعة نهضة مصر، د. ط، ١٩٨٣م).

- عبد الله، أحمد علي: **الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق العالمية**، المصارف الإسلامية، (د. م: اتحاد المصارف العربي د. ط، ١٩٨٩م).

- العسقلاني، أحمد بن علي بن حجر:

فتح الباري شرح صحيح البخاري، ترتيب وتبويب: محمد فؤاد عبد الباقي، قام بإخراجه: محي الدين الخطيب، (د. م: دار المعرفة، د.ط. ت).

تلخيص الحبير تخريج أحاديث الرافعي الكبير، (بيروت: دار المعرفة، د. ط. ت).

- عطية، محمد كمال: **محاسبة الشركات والمصارف في النظام الإسلامي**، (د. م: دار الجامعات المصرية، د. ط. ت).

- عفر، محمد عبد المنعم:

النظرية الاقتصادية بين الإسلام والفكر الاقتصادي المعاصر، (قبرص: بنك فيصل الإسلامي، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م).

نحو النظرية الاقتصادية في الإسلام: الدخل والاستقرار، (د. م: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، د. ط، ١٤١٠هـ، ١٩٨١م).

- العفيفي، محمد صادق: **المجتمع الإسلامي وفلسفته المالية والاقتصادية**، (القاهرة: مكتبة الخانجي، د. ط، ١٩٨٠م).

- علوان، محمد: **الشركات المساهمة في التشريع المصري**، (د. م: د. ن. ط، ١٩٩٤م)

- علي، حيدر: **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، تعريب: فهمي الحسيني، (بيروت: دار الكتب العلمية، ط١، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

- علية، محمد بشير: **القاموس الاقتصادي**، (بيروت: المؤسسة العربية للدراسات والنشر، ط١، ١٩٨٥م).

- عمر، حسين: **الموسوعة الاقتصادية**، (القاهرة: دار الفكر العربي، ط٤، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م).

- عمر، محمد عبد الحليم: **الإطار الشرعي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر**، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، ط١- ١٤١٢هـ، ١٩٩١م).

- غطاس، نبيه:

معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال، (د. م: مكتبة لبنان، ط٢، ١٩٨٩م).

الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية (١٩٧٩-١٩٨٩)، (الكويت: بيت التمويل الكويتي، د. ط. ت).

- فتاوى هيئة الرقابة الشرعية، **بنك فيصل الإسلامي السوداني**، (القاهرة: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مطابع بنك فيصل الإسلامي السوداني، د. ط. ت).

- الفكهاني، حسن والسيد، محمد سنديار: **الموسوعة الحديثة الشاملة للشركات**، (القاهرة: الدار العربية للموسوعات، ط١، ١٩٩٢م).

- الفيروز آبادي، محمد بن يعقوب: **القاموس المحيط**، (بيروت: دار الفكر، د. ط، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م).

- القاري، أحمد بن عبد الله: **مجلة الأحكام الشرعية**، تحقيق: عبد الوهاب إبراهيم ومحمد - - إبراهيم أحمد، (السعودية: دار تهامة،ط١، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م).

- القرضاوي، يوسف:

دور القيم والأخلاق في الاقتصاد الإسلامي، (القاهرة: مكتبة وهبة، ط١، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م).

فقه الزكاة، (بيروت: مؤسسة الرسالة، ط٢، ١٩٧٣م).

- القره داغي، علي محي الدين: البدائل الشرعية لسندات الخزينة العامة والخاصة، **الندوة الثالثة لبيت التمويل الكويتي**، (الكويت: بيت التمويل الكويتي، ط١، ١٩٩٣م).

- قلعاوي، غسان: **تقويم أداء النشاط المصرفي الاسلامي**، (د. م: دار جمعية الوحدة، د. ط، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

- قلعه جي، أحمد رواس والقنيبي، حامد صادق: **معجم لغة الفقهاء**، (بيروت: دار النفائس، ط٢، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م).

- القليوبي، سميحة: **الشركات التجارية**، (القاهرة: دار النهضة العربية، ط٣، ١٩٩٣م).

- الكاساني: علاء الدين بن مسعود: **بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع**، تحقيق وتخريج محمد عدنان بن ياسين (بيروت: دار إحياء التراث العربي، مؤسسة التاريخ العربي، ط٢، ١٤١٩هـ، ١٩٩٨م).

- الكتاني، عبد الحي عبد الكبير الإدريسي: **نظام الحكومة النبوية المسمى بالتراتيب الإدارية**، (بيروت: دار الكتاب العربي، د. ط. ت).

- لاشين، فتحي السيد: **الربا وفائدة رأس المال بين الشريعة والنظم الوضعية**، (القاهرة: دار النشر الإسلامية، د. ط. ت).

- مالك، بن أنس: **المدونة الكبرى**، (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت).

- الماوردي، علي بن محمد بن حبيب: **الحاوي الكبير**، تحقيق: د. محمود مطرجي، (بيروت: دار الفكر، ط١، ١٤٢٤هـ، ١٩٩٤م).

- مجلس الفكر الإسلامي: **إلغاء الفائدة من اقتصاد باكستان**، ترجمة: عبد العليم السيد منسي، مراجعة: حسين عمر إبراهيم، (جدة: جامعة

الملك عبد العزيز، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، د. ط، ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢م).

- مجمع اللغة العربية: **المعجم الوسيط**، (د. م: دار عمران، ط٣، د. ت).

- محمد، إسماعيل حسن: **تطوير سوق مالي إسلامي**، بحوث مختارة من المؤتمر العام الأول للبنوك الإسلامية المنعقد باستانبول، (القاهرة: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٧م).

- محمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، (الكويت: دار القلم، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م).

- مدني، أمين: **الاستثمار المصرفي وشركات المساهمة في التشريع الإسلامي**، (الرياض: الدار السعودية، ط٣، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م).

- المرغيناني، برهان الدين علي بن أبي بكر: **الهداية شرح بداية المبتدي**، (مصر: مكتبة مصطفى البابي الحلبي، د. ط. ت).

- المصري، رفيق يونس: **الجامع في أصول الربا**، (بيروت: الدار الشامية، ط١، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م).

- مطهري، مرتضى: **الربا والتأمين**، ترجمة: مالك وهبي، (بيروت: دار الهادي، ط١، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م).

- معاد، سهام شوكت: **البنوك الإسلامية حول العالم**، (بيروت: دار الآفاق الجديدة، ط١، ١٩٩٦م).

- مقبل، طالب قائد: **الوكالة في الفقه الإسلامي** (الرياض: دار اللواء، ط١، ١٤٠٣هـ، ١٩٨٣م).

- مكي، علي سعيد عبد الوهاب: **تمويل المشروعات في ظل الإسلام: دراسة مقارنة**، (د.م: دار الفكر العربي، د.ط.ت).

- **الموسوعة العربية العلمية**، (السعودية: مؤسسة أعمال الموسوعة، ط١، ١٤١٦هـ، ١٩٩٦م).

- **الموسوعة العلمية– المعرفة –**، (د. م: شركة إنماء، د. ط).

موسى، محمد يوسف: **الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة**، (بيروت: دار العصر الحديث، ط٢، ١٤١١هـ، ١٩٩١م).

- الموصلي، ابن مودود: **الاختيار لتعليل المختار**، (القاهرة: مكتبة مصطفى البابي الحلبي، ط٢، ١٩٥٢م).

- النسائي، أحمد بن شعيب: **سنن النسائي**، (بيروت: دار البشائر الإسلامية، ط٣، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٨م).

- نوفل، حسن صبري: **الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ١٠٠، ١٩٩٦.

- النووي، محي الدين بن يحيى بن شرف:

المجموع شرح المهذب، (بيروت: دار الفكر، د. ط. ت).

صحيح مسلم بشرح النووي، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، ط٣، ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢م).

- النيسابوري، مسلم بن الحجاج: **صحيح مسلم**، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، (القاهرة: دار الحديث، ط١، ١٤١٢هـ، ١٩٩١م).

- هارون، محمد صبري: **أحكام السوق المالية (الأسهم والسندات)**، (الأردن: دار النفائس، ط١، ١٤١٩هـ، ١٩٩٩م).

- الهمشري، مصطفى: **الأعمال المصرفية والإسلام**، (القاهرة: الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، د. ط، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م).

- هيكل، عبد العزيز فهمي: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، (بيروت: دار النهضة العربية، ط٢، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م).
- وجدي، محمد فريد: **دائرة معارف القرن العشرين**، (بيروت: دار المعرفة، ط٣، د.ت).

* * *

المجلات والدوريات

- تاج الدين، سيف الدين إبراهيم: **نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم**، مجلة **أبحاث الاقتصاد الإسلامي**، جدة: جامعة الملك عبد العزيز، المجلد الثالث، العدد١، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م.
- الجمال، غريب: **الأسس الاقتصادية**، **مجمع البحوث الاسلامية**، القاهرة: المطابع الأميرية، د. ط، ١٣٩٣هـ، ١٩٧٣م.
- الخفيف، علي: حكم الشريعة في شهادات الاستثمار، **مجمع البحوث الإسلامية**، القاهرة: المطابع الأميرية، د. ط، ١٣٩٣هـ، ١٩٧٣م.
- العثماني، محمد تقي: **بيع الحقوق المجردة**، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة، العدد الخامس، ١٤٠٩هـ.
- عمر، محمد عبد الحليم: **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، الأعداد: ٢٠٢-٢٠٣-٢٠٤-٢٠٥، السنة ١٧، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م.
- **قرارات مجمع الفقه الإسلامي في دورته الأولى (١٣٩٨هـ) حتى الدورة الثامنة (١٤٠٥هـ)**، الأمانة العامة: مكة المكرمة، ط١، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م.
- **قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي**، جدة، مجمع الفقه الإسلامي، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م.

- القره داغي، علي محي الدين: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، **مجمع الفقه الإسلامي**، جدة: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة، ، د. ط،١٤١٢هـ، ١٩٩٢م.

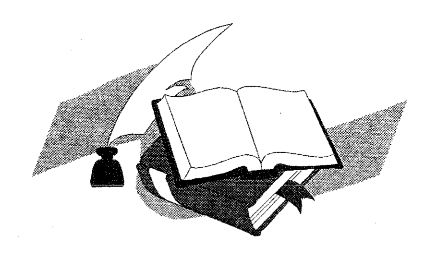
- القري، محمد علي: الأسهم- الاختيارات - المستقبليات، **مجمع الفقه الإسلامي**، جدة: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة ، د. ط، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م.

- المصري، رفيق يونس: **بيع العربون**، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثامنة، العدد الثامن، (جدة: مجمع الفقه الإسلامي، د. ط، ١٩٩٤م).

- نحو سوق مالية إسلامية، **دراسات اقتصادية إسلامية**، د. م: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد الأول، العدد الأول، ١٤١٢هـ، ١٩٩٣م.

- النشمي، عجيل جاسم: **الحقوق المعنوية**، بحوث مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة، العدد الخامس، ١٤٠٩هـ.

- هيئة كبار العلماء بالسعودية: من صور البورصة، **مجلة البحوث الإسلامية**، الرياض، العدد ٤٨، ١٤١٧هـ.



ABSTRACT

This study examines the stock exchange market, its meaning, functions and economic role. It also analyses the administrative structure of this market, its works and how the shares and bonds are dealt with. It finally attempts to criticize these issues from an Islamic perspective.

The study followed the descriptive, analytical and critical approach. It concluded that stock exchange market, through its functions in the field of economy, is an effective vehicle for the development. The administrative structure of this market, its rules and regulations are permissible. In addition, issuing and selling or buying shares are also permissible. However, dealing with companies producing forbidden products such as wine and banks dealing with interest is not allowed in *Shari'ah*. Moreover, issuing and dealing with bonds with a certain and fixed interest rate is also not allowed. There are other permissible alternatives such as speculation (*Mudarabah)* certificates, partnership (*Musharakah*) and leasing (*Ejar*).

This shows the capability of Islamic alternatives to organize and deal with permissible shares and bonds. This enables the owners of liquid assets to invest in projects without falling prey into the usury (*riba)* as a giver or as a receiver. It may be said that most of the transactions in the stock exchange market are not permissible. They need to be modified, if possible, or totally replaced by permissible alternatives.